

Coleção Teses

Dívida externa e política
econômica:
a experiência brasileira nos anos setenta

Paulo Davidoff Cruz

Segunda edição

Campinas
Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP
Instituto de Economia – IE
1999

Obra publicada pelo Instituto de Economia da UNICAMP.
Primeira edição: 1984 (São Paulo: Brasiliense)

© Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz

Projeto Gráfico-visual/Editoração/Normalização
Célia Maria Passarelli Quitério
Neide Pereira Baldovinotti

Revisão
Isabel Petronilha Costa

Capa
João Baptista da Costa Aguiar

Ficha catalográfica elaborada pelo Centro de Documentação – CEDOC
do Instituto de Economia da UNICAMP

336.34350981 Cruz, Paulo Davidoff
C889d Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira
nos anos setenta/Paulo Davidoff Cruz. – Campinas, SP:
UNICAMP. IE, 1999. (Coleção Teses).

ISBN 85-86215-26-0

1. Dívida externa – Brasil. 2. Brasil – Política econômica. 3.
Planejamento econômico. I. Título. II. Série



Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia <www.eco.unicamp.br>

✉ Caixa Postal 6135 ☎ (019) 788.5708 📠 (019) 289.1512 📧 public@eco.unicamp.br
13083-970 – Campinas, São Paulo – Brasil

Sumário

Prefácio.....	9
Apresentação.....	13
1 Endividamento externo e déficits em transações correntes: a natureza do endividamento dos anos 70.....	17
Período 1969/73: a expansão do euromercado e o primeiro impulso do endividamento.....	19
Período 1974/76: o surgimento do “hiato de recursos”.....	25
Período 1977/78: o carácter financeiro da dívida.....	28
Período 1979/80: a explosão da taxa de juros no mercado internacional.....	31
A virada de sinal em 1981: o superávit na balança comercial.....	33
2 O endividamento externo e as políticas governamentais.....	37
O ciclo expansivo e a “política do endividamento externo”.....	37
O II PND e o aprofundamento da dívida externa.....	48
A prevalência do enfoque monetário de ajuste do balanço de pagamentos.....	59
O “ensaio heterodoxo” e a política recessiva.....	85
3 O endividamento e os tomadores de recursos externos.....	113
Empréstimos em moeda: captações diretas efetuadas nos moldes da Lei n. 4131.....	113

Empréstimos em moeda: captações para repasse nos moldes da Resolução n. 63.....	142
O financiamento de importações.....	167
Conclusões.....	183
Anexo: Nota sobre os dados básicos utilizados no Capítulo 3.....	201
Bibliografia.....	207

Para Léa, Marcos e Juliana.

Prefácio

Os países de dimensão continental cultivam uma forte vocação para o provincianismo. O Brasil não faz exceção. Colhidos pela enorme vaga da expansão financeira internacional privada do final dos anos 60 – que varreu indistintamente nações da periferia capitalista e países do bloco socialista – fizemos praça de nossas virtudes, exibindo as cifras do endividamento externo. Nos anos do milagre e no período do Grande Salto para Frente do II PND, as advertências quanto ao risco do endividamento acelerado eram rechaçadas com dois argumentos autocongratatórios: a indiscutível (sic) credibilidade do Brasil e a boa administração da dívida. Os credores que aqui derramavam prodigamente seus empréstimos reforçavam nossas ilusões, exaltando as mesmas virtudes que julgávamos ter. Tudo isso desmoronou com a moratória mexicana de setembro de 1982. A credibilidade sumiu pelo ralo, levando consigo as excelências da política de administração da dívida.

O colapso mexicano desencadeou um processo clássico de contração das bases de multiplicação do crédito. A fuga dos bancos pequenos e médios transferiu para as grandes instituições todo o ônus de salvaguardar a solvência dos países criticamente endividados. Os grandes bancos – embora compreendendo o caráter suicida de uma paralisação no fornecimento de “dinheiro novo” – não tinham condições para continuar expandindo individualmente o

Paulo Davidoff Cruz

crédito, sob pena de deteriorar ainda mais a qualidade de seus ativos e sofrer percalços no refinanciamento de seus passivos a curto prazo. Nestas circunstâncias, a racionalidade privada do capital bancário provoca um processo muito rápido e endógeno de contração das bases de multiplicação do crédito. Este processo é simétrico àquele que permitiu o espantoso crescimento do euromercado e sustentou nossa credibilidade, garantindo o sucesso dos administradores da dívida brasileira.

Neste livro, o professor Paulo Davidoff oferece uma análise excelente e cuidadosa da ideologia e das políticas internas que sustentaram nossa escalada de endividamento. Examina minuciosamente as mudanças de ênfase na administração interna, demonstrando como estas alterações responderam às oscilações do cenário financeiro externo. Este mimetismo acabou por contaminar toda a política econômica, culminando com a submissão absoluta das decisões às necessidades do ajustamento externo. O tema alegre do primeiro movimento desta sinfonia – executado entre 1969 e 1973 – reaparece de forma trágica na “virada de sinal” do início dos anos 80.

O professor Davidoff ressalta, com propriedade, que os vícios e as mazelas do atual programa de ajustamento da economia brasileira são, de fato, o avesso das virtudes proclamadas pelos apologistas do endividamento externo como estratégia de financiamento de uma economia em processo de crescimento acelerado.

“... Quando o fluxo de recursos provenientes do mercado financeiro internacional já se mostrava expressivo, a apologia do endividamento externo – enquanto instrumento de desenvolvimento – ganha papel de destaque no corpo do discurso oficial. Além de apontar a excelência do endividamento como potenciador do crescimento, o discurso procurava mostrar que o governo brasileiro dispunha de uma eficiente política de administração do endividamento, capaz de assegurar um fluxo continuado

Dívida externa e política econômica

de recursos para o país e de minimizar os eventuais riscos na abertura financeira para o exterior.”

O manejo da dívida pública, a política monetária e de crédito, os gastos e a estrutura de financiamento das empresas do Estado, a fixação de preços e tarifas administrados pelo setor público, todos estes instrumentos importantes de gestão da economia foram sendo estrangulados inapelavelmente pela lógica implacável da “boa administração do endividamento externo”. O professor Davidoff mostra como a abominada “estatização” da economia brasileira – vulgata do credo liberal – é mais um episódio da socialização das perdas que a sociedade brasileira é obrigada a deglutir, sem tugar nem mugir, nos momentos de crise. “Assim, a crescente ‘estatização’ da dívida externa, ao mesmo tempo em que operava (a partir de 1977/78) como resposta à progressiva retração das captações privadas, refletia uma clara opção quanto aos padrões de financiamento dos grandes projetos do setor público, jogando, por sua vez, importante funcionalidade quanto à política de ajustamento do balanço de pagamentos. A mudança no padrão de financiamento tinha, por seu turno, importantes desdobramentos sobre a política de compra das empresas estatais e sobre suas relações com a indústria doméstica de bens de capital. Isto porque, à medida em que passaram a tomar volumes massivos de empréstimos externos, as empresas estatais foram se tornando, cada vez mais, vulneráveis à imposição, por parte dos credores internacionais, da compra de bens de capital nos países de origem, como pré-requisito para a liberação dos empréstimos em moeda.”

Seguramente, a investigação do professor Davidoff sobre o avanço deste processo de “estatização” da dívida externa é a mais exaustiva realizada, até o momento, no Brasil. E tem o mérito de colocar o debate sobre os déficits das empresas estatais, suas políticas de gastos e sobretudo de investimento sob a perspectiva

Paulo Davidoff Cruz

correta. A partir de 1977/78 as empresas públicas passam a contrair débitos, em moeda estrangeira, superiores às suas necessidades reais de recursos. Não são mais os projetos que atraem os financiamentos, mas a necessidade imperiosa de rolar a dívida externa é que “cria” os projetos. Neste passo agrava-se a contradição entre suas duas “naturezas”, a pública e a privada. As relações financeiras intragoverno e a contabilização privada dos prejuízos inviabilizam sua rentabilidade operacional e comprometem seu equilíbrio patrimonial. O ajuste financeiro que lhes é imposto, desde 1981, provoca cortes no investimento. A “privatização” das perdas, última etapa deste desditoso processo de “estatização”, impede que a empresa pública desempenhe um papel compensatório na recessão.

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Apresentação

O aprofundamento da dívida contraída junto ao sistema financeiro privado internacional constitui, indiscutivelmente, um dos traços marcantes da evolução recente da economia brasileira. A dívida externa, a partir do notável impulso experimentado no início da década de 70, apresentou um crescimento explosivo cujo corolário foi a crise dos anos 80. Evidentemente, um processo de tal natureza e magnitude propõe um sem-número de questões e abre diferentes possibilidades analíticas.

O presente trabalho está centrado no exame de um tema específico, a saber, o das formas concretas de articulação/inserção que o endividamento externo jogou quanto aos movimentos da economia brasileira e quanto aos padrões internos de financiamento no período que vai do auge do ciclo expansivo à recessão do início dos anos 80. O trabalho busca desvelar, também, o papel desempenhado pela política econômica como condicionadora dessas formas concretas, ao mesmo tempo em que discute como a própria “abertura financeira” para o exterior foi geradora de progressivos condicionantes às diretivas da política econômica.

O capítulo primeiro apresenta uma discussão da natureza do endividamento externo brasileiro recente a partir da análise das relações entre desequilíbrios em transações correntes e tomadas de recursos junto ao sistema financeiro internacional. Examinam-se, por uma parte, a consistência da tese governamental quanto à

Paulo Davidoff Cruz

contribuição de “poupanças externas” ao crescimento e, por outra, os impactos que as marchas e contramarchas do sistema financeiro internacional provocaram sobre a própria dinâmica do endividamento.

O capítulo segundo visa analisar a evolução do discurso governamental e das medidas de política econômica naquilo que diz respeito especificamente ao processo de endividamento externo. Tal análise é desenvolvida segundo uma dupla perspectiva, a saber: busca, por um lado, desvendar as formas através das quais o discurso e as medidas de política econômica responderam às sucessivas transformações ocorridas no cenário internacional enquanto, por outro, trata de avançar pontos centrais sobre as relações entre a política econômica do período e o papel desempenhado pelo endividamento externo no financiamento dos setores público e privado.

O capítulo terceiro é dedicado a um exame aprofundado das principais características e tendências do processo de endividamento recente tendo como ponto focal de análise os tomadores domésticos de crédito externo. Trata-se de um esforço analítico que, partindo da identificação dos usuários dos empréstimos e financiamentos externos, procura apreender as formas através das quais o endividamento externo se articulou aos padrões de financiamento vigentes na economia brasileira no decorrer do período estudado. O capítulo final apresenta, por sua vez, uma visão sintética e integrada das principais conclusões apontadas ao longo do trabalho.

Isso posto, uma nota de agradecimentos. Em primeiro lugar, sou grato a Lídia Goldenstein, pelas inúmeras críticas e sugestões formuladas nas diferentes fases do trabalho e pelo valioso material documental que colocou à minha disposição para a elaboração do Capítulo 2. Sou grato, também, a Alejandra Herrera Rieznik, a José

Dívida externa e política econômica

Pedro Macarini e a Monica Baer pelos comentários que enriqueceram a versão ora apresentada. Quero registrar meus agradecimentos a Malila Camarão Telles Ribeiro e a Fábio Muniz, pela dedicada e eficiente colaboração na sistematização dos dados utilizados no Capítulo 3, e a Henry S. Gonzalez, pela pesquisa documental de apoio ao Capítulo 2. Ao PNPE, pela bolsa concedida pelo prazo de quinze meses. Meu especial reconhecimento a Luiz Gonzaga Belluzzo, pelo estímulo intelectual e pela discussão das principais idéias desenvolvidas no presente trabalho, e a Carlos Lessa, José Eduardo de Carvalho Pereira, Luciano Coutinho e Sulamis Dain pelas ricas observações resultantes da discussão do conjunto do trabalho.

1

Endividamento externo e déficits em transações correntes: a natureza do endividamento nos anos 70

A dívida externa nada mais é, numa primeira aproximação, do que uma das faces das relações entre a economia brasileira e aquilo que convencionalmente é designado por “resto do mundo”. De um ponto de vista estritamente contábil, o estoque da dívida externa bruta, em qualquer momento dado, é o resultado acumulado da parcela dos déficits em transações correntes não-financiada pelo ingresso de capital de risco (ou por variações nas reservas internacionais). Isto significa que uma dívida bruta crescente, a exemplo do ocorrido no Brasil desde o final dos anos 60 aos dias de hoje, é indicador de uma sucessão de déficits em transações correntes (e/ou de níveis crescentes de reservas internacionais) financiados através de capital de empréstimo. O que se pretende, no presente capítulo, é apresentar uma breve discussão da natureza de tais déficits e de suas relações com o endividamento externo assumido pela economia brasileira no decorrer dos anos 70.

Paulo Davidoff Cruz

Para facilitar a discussão das questões sugeridas, agruparam-se os dados do balanço de pagamentos segundo categorias distintas daquelas utilizadas nas estatísticas oficiais do Banco Central. Nesta nova agregação, os dados do balanço de pagamentos foram ordenados em três grandes contas, a saber:

- (1) conta de mercadorias e de serviços produtivos;
- (2) conta de capital de risco;
- (3) conta de capital de empréstimo.

Tabela 1
Brasil – Evolução da dívida externa bruta e das reservas internacionais
1960/81

Ano	Dívida externa bruta de longo prazo (1)	Reservas internacionais (2)
1960	3,1	0,3
1961	3,1	0,5
1962	3,2	0,3
1963	3,2	0,2
1964	3,1	0,2
1965	3,5	0,5
1966	3,7	0,4
1967	3,4	0,2
1968	3,8	0,3
1969	4,4	0,7
1970	5,3	1,2
1971	6,6	1,7
1972	9,5	4,2
1973	12,6	6,4
1974	17,2	5,3
1975	21,2	4,0
1976	26,0	6,6
1977	32,0	7,3
1978	43,5	11,9
1979	49,9	9,7
1980	53,9	6,9
1981	61,4	7,5

Fontes: (1) Relatório do Banco do Brasil (1961/63); Relatório da SUMOC (1961/64); Boletim do Banco Central do Brasil (vários números). (2) FMI. *International Financial Statistics* (vários números).

A conta de comércio de mercadorias e de serviços produtivos é uma versão expurgada do balanço de transações correntes incluindo, além das exportações e importações, apenas os

Dívida externa e política econômica

serviços ditos produtivos, ou seja, aqueles relativos a transportes, seguro e importação de tecnologia. Um déficit nesta conta é um indicador aproximado do montante de recursos externos que, de alguma forma, contribui diretamente para o crescimento do produto interno.¹ As duas outras contas, à medida que apresentem resultados superavitários, representam formas alternativas de financiamento dos eventuais déficits ou, na ausência destes, formas alternativas de geração de reservas internacionais.

A conta capital de risco compreende os ingressos líquidos a título de investimentos diretos e as remessas líquidas relativas a lucros e dividendos, enquanto a conta capital de empréstimo abrange as entradas líquidas referentes a empréstimos e financiamentos e as saídas líquidas relativas a juros e amortizações. Esta forma de organização dos dados permite que se disponha, para cada conta, do resultado líquido dos ingressos de capital estrangeiro descontados os serviços resultantes de entradas pretéritas. Além das três contas indicadas se considerou, ainda, a conta variação de reservas, entendida como uma conta de resultado. Os dados relevantes estão consolidados na Tabela 2.

Período 1969/73: a expansão do euromercado e o primeiro impulso do endividamento²

O primeiro grande impulso da dívida externa brasileira, em sua história recente, se deu no período 1969/73. Durante quase toda a década de 60, a dívida externa bruta praticamente não se alterou, oscilando em torno de um patamar estável, da ordem de US\$ 3 a 4 bilhões. É a partir do final dos anos 60 que a dívida bruta inicia uma

¹ Para uma discussão a respeito, ver Doellinger (1974).

² Várias das idéias expostas neste subitem têm por base o estudo pioneiro de Pereira (1974).

Paulo Davidoff Cruz

trajetória de crescimento acelerado, passando de US\$ 3,8 bilhões em fins de 1968 para US\$ 12,6 bilhões em fins de 1973 (Tabela 1). Isto significa que o primeiro movimento de aceleração da dívida externa coincide, temporalmente, com o ciclo expansivo de 1968/73, o que sugere algumas reflexões.

Segundo o discurso oficial da época, as tomadas de recursos externos constituíam elemento de vital importância para a viabilização de altas taxas de crescimento do produto interno. Tal afirmativa se assentava no suposto de que a economia brasileira, dado seu estágio de desenvolvimento – ainda com notórias insuficiências quanto à produção de diversos bens intermediários e de capital – esbarraria em restrições tanto pelo lado do setor externo como pelo lado da poupança interna, caso intentasse acelerar sua taxa de crescimento. O apelo a recursos externos era, portanto, condição sine qua non e expressava, em última instância, a contribuição de “poupanças externas” ao esforço de desenvolvimento da economia nacional. A partir destas proposições, o endividamento externo ocorrido no período passou a ser apresentado como o resultado necessário de um ciclo expansivo numa economia ainda em desenvolvimento.

É verdade, ressalte-se desde logo, que o coeficiente de abertura da economia brasileira se ampliou no decorrer do ciclo expansivo. O coeficiente de importações sobre a oferta total cresceu para os bens manufaturados no seu conjunto e, em especial, para os bens intermediários e de capital. Pelo lado dos bens intermediários este fenômeno resultou, essencialmente, do atraso de programas governamentais em alguns setores estratégicos como o siderúrgico, por exemplo. Pelo lado dos bens de capital, resultou da combinação de fatores conjunturais e estruturais. A esse respeito destaque-se, em primeiro lugar, a política econômica francamente estimuladora da importação de tais bens que prevaleceu no período 1968/70.

Dívida externa e política econômica

Mesmo no período seguinte, quando foram tomadas medidas visando corrigir os “desvios” anteriores – principalmente via extensão de incentivos fiscais e creditícios à produção doméstica – permanece uma política bastante permissiva em relação à importação de bens de capital. Quanto aos fatores estruturais, cabe enfatizar que a significativa e crescente participação do capital estrangeiro nos diferentes ramos da indústria de transformação certamente contribuiu para a elevação do coeficiente de importações, dadas sua alta propensão a importar e a ausência de restrições efetivas à importação. Como pano de fundo, cabe considerar que as condições de domínio da tecnologia de ponta, os interesses do grande capital internacional e questões relativas à dimensão de mercado acabam por fazer com que o atendimento da demanda doméstica de bens de capital implique um determinado volume de importações complementares à produção interna.³

Contudo, esse fenômeno de abertura do coeficiente de importações foi acompanhado por um excessivo crescimento das exportações brasileiras, dados o boom observado no comércio internacional e o elenco de medidas internas de incentivo.⁴ O crescimento das exportações foi de tal magnitude que garantiu as divisas necessárias para fazer frente à ampliação das importações, conduzindo a um balanço comercial equilibrado no quinquênio 1969/73 (Tabela 2). Este resultado indica que, a despeito do crescimento “desequilibrado”, não houve pelo lado do comércio de mercadorias qualquer pressão indutora da tomada de capitais de empréstimo ao longo do ciclo expansivo.

Quanto aos serviços produtivos houve, é certo, um déficit acumulado, no período, da ordem de US\$ 2 bilhões. Observe-se,

³ Para o exame de diferentes visões sobre esta questão ver Suzigan et al. (1974); Bonelli & Malan (1976); Mazzuchelli (1977); Bonelli & Façanha (1978).

⁴ Para a análise do desempenho das exportações brasileiras e de seus determinantes ver, por exemplo, Doellinger (1974) e Hidrobrasileira (1978).

Paulo Davidoff Cruz

entretanto, que a pressão dos serviços produtivos sobre a tomada de capitais de empréstimo foi de fato inferior ao déficit antes apontado. Isto porque a conta de capital de risco apresentou um saldo positivo no quinquênio da ordem de US\$ 1 bilhão, gerando, assim, divisas para financiar parte do déficit dos serviços produtivos. Na verdade, a pressão exercida pela conta de mercadorias e de serviços produtivos sobre a tomada de empréstimos externos foi inferior à cifra acumulada de US\$ 1 bilhão, não podendo ser responsabilizada, desta forma, pela contratação líquida de empréstimos e financiamentos da ordem de US\$ 6,8 bilhões, conforme registram nossas contas externas (Tabela 2).

A conclusão a que se chega, portanto, é que a tese de que a aceleração do endividamento externo brasileiro ocorrida durante o ciclo expansivo foi determinada pela necessidade de “poupanças externas” ou por estrangulamentos do setor externo não encontra qualquer base de sustentação. Sendo assim, a contrapartida do significativo impulso sofrido pela dívida externa deve ser buscada na esfera das relações financeiras da economia brasileira com o “resto do mundo” e não na suposta necessidade de superar “constrangimentos” do setor externo.

O caráter predominantemente financeiro, ou seja, não-produtivo, do endividamento ocorrido no período fica evidenciado quando se observa que as contratações líquidas de empréstimos e financiamentos tiveram como contrapartida principal a formação de reservas internacionais, ou seja, a criação de poder de compra que não se realiza no período e que retorna ao circuito financeiro internacional (Tabela 2).

Tabela 2
Brasil
Contas selecionadas do setor externo (saldos líquidos no período)
US\$ 10⁹

	Bal. Com.	Bal. Serv. (*)	Saldo	Invest. Líquido	Lucros e dividendos	Saldo
1969/73	(0,03)	(2,03)	(2,06)	1,82	(0,68)	1,14
1974/76	(10,48)	(3,54)	(14,02)	3,09	(0,86)	2,23
1977/78	(0,92)	(2,86)	(3,78)	2,15	(1,02)	1,13
1979/80	(5,67)	(4,37)	(10,04)	3,71	(0,95)	2,76
1981	1,20	(2,60)	(1,40)	1,58	(0,37)	1,21

(*) Serviços considerados: transportes, seguro e importação de tecnologias.
([†]) Exclui reinvestimentos.

	Financ. Import.	Empr. moeda (*)	Capital de empréstimo			Subtotal C = A - B	Juros líquidos D	Saldo C - D	Variação das reservas
			Subtotal A	Amortizações B	Saldo C = A - B				
1969/73	4,29	10,07	14,36	(7,61)	6,75	(1,58)	5,17	6,16	
1974/76	5,33	15,89	21,22	(7,11)	14,11	(3,96)	10,15	0,23	
1977/78	3,97	19,09	23,06	(9,55)	13,51	(4,80)	8,71	5,26	
1979/80	3,75	18,69	22,44	(13,23)	9,21	(10,50)	(1,29)	(5,01)	
1981	3,78	13,97	17,75	(6,24)	11,51	(10,30)	1,21	0,62	

([†]) Inclusive bônus.

Obs.: Não estão computados os valores relativos a Transferências Unilaterais, Erros e Omissões, Viagens Internacionais, Transferências Governamentais e Outros Serviços.

Fonte dos dados brutos: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Paulo Davidoff Cruz

Por outra parte, é fundamental ter presente que a compreensão dos determinantes do endividamento ocorrido no período só se completa quando o foco de atenção é deslocado para o cenário internacional. Isto porque o afluxo significativo de recursos externos à economia brasileira foi determinado, em última instância, pelas transformações ocorridas no mercado de euromoedas e que se traduziram, sobretudo, numa extraordinária disponibilidade de créditos a prazos cada vez mais longos e spreads cada vez menores no decorrer do período. Neste sentido, a economia brasileira, ao elevar seus níveis de endividamento externo, nada mais fez do que acompanhar um movimento geral que envolveu diferentes economias “em desenvolvimento” num momento em que o euromercado buscava novos clientes fora dos Estados Unidos e Europa. Por outras palavras, a economia brasileira foi “capturada”, juntamente com várias outras economias, num movimento geral do capital financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização.⁵

Destarte, é totalmente inútil tentar explicar a aceleração do endividamento ocorrida no quinquênio 1969/73 como resultante de estrangulamentos do setor externo ou como a contribuição de “poupanças externas” ao ciclo expansivo observado no período. O que houve, isto sim, foi a convergência de uma situação de grande liquidez internacional com a de um ciclo expansivo interno onde a demanda por crédito em moeda doméstica exercida pelo setor privado crescia a taxas elevadas e onde as características institucionais do sistema financeiro interno faziam com que parcela crescente dessa demanda fosse atendida, independentemente do estado das contas externas, por operações que envolviam a entrada de recursos externos. Este ponto, de decisiva importância para a

⁵ Esse ponto foi tratado, pioneiramente, por Wells (1973). Para uma exposição das condições vigentes no mercado financeiro internacional, ver Batista Jr. (1981a).

Dívida externa e política econômica

compreensão não só das relações entre ciclo expansivo e endividamento externo, como de significativos desdobramentos posteriores, será discutido de forma aprofundada nos capítulos seguintes do presente trabalho.

Período 1974/76: o surgimento do “hiato de recursos”

Ao contrário do período anterior, o triênio 1974/76 é marcado por fortes desequilíbrios do balanço comercial que apresenta um déficit acumulado de US\$ 10,5 bilhões nos três anos considerados. Este resultado reflete, antes de tudo, as condições adversas observadas no comércio internacional, dadas as taxas negativas de crescimento verificadas nas economias capitalistas avançadas e a quadruplicação do preço do petróleo ocorrida em fins de 1973.⁶ Nos anos de 1974/75 há uma clara deterioração dos termos de intercâmbio e uma queda no ritmo de crescimento do volume exportado pela economia brasileira, ambos decorrentes da conjuntura recessiva vivida pelas economias industrializadas.

Esta profunda inversão de sinal nas condições do comércio internacional se dá num momento em que a economia brasileira, a despeito de já experimentar os primeiros sinais de desaceleração, continua a apresentar taxas elevadas de crescimento. A indústria de transformação cresce a uma taxa média da ordem de 8% a.a. no triênio, o que dá uma idéia do dinamismo ainda presente no período. O declínio das inversões privadas é, em boa medida, compensado pelas inversões públicas, de tal sorte que a retração da taxa global de inversão se processa de forma suave.⁷ A manutenção

⁶ Para uma análise dos determinantes da crise internacional e de seu impacto sobre as economias atrasadas, ver Coutinho & Belluzzo (1980).

⁷ Sobre o comportamento da indústria de transformação ver Bonelli & Werneck (1974). Para uma discussão do papel das inversões públicas no período, ver Reichstul & Coutinho (1983, v. 2).

Paulo Davidoff Cruz

de altas taxas de crescimento, dados o coeficiente de importação de bens intermediários e de capital e a elevação de seus preços no mercado internacional, acaba determinando um acréscimo significativo no valor das importações brasileiras realizadas no período.

Na verdade, o discurso oficial, como será visto no Capítulo 2, atribuía um caráter predominantemente conjuntural e transitório às adversidades externas. Estas eram vistas como resultado exclusivo do “choque do petróleo”, e este, como um fenômeno que rapidamente seria absorvido e neutralizado no plano das relações econômicas internacionais. Tanto é assim que, em plena crise internacional, o governo brasileiro deslança um ambicioso programa “substituidor de importações” – o II PND – que, apoiado em grandes projetos públicos e privados na área de bens de produção, se propunha a conduzir a economia brasileira, num curto espaço de tempo, ao rol das economias plenamente desenvolvidas. Nesse contexto, o aprofundamento do endividamento externo era visto como desejável, de vez que financeira não mais um crescimento desequilibrado, como o do período anterior, mas sim a erradicação estrutural da dependência da economia brasileira em relação aos países centrais. Para completar o cenário, é preciso ter presente que a idéia de que a economia brasileira era uma “ilha de tranqüilidade em meio a um mar revolto” era tal que nem mesmo medidas de curto prazo foram adotadas com o objetivo de atenuar os desequilíbrios da balança comercial. Basta ilustrar, a esse respeito, que a medida mais importante e, ainda assim, de eficácia duvidosa (generalização do depósito compulsório de 100% sobre o valor das importações pelo prazo de 360 dias), só veio a ser

Dívida externa e política econômica

implementada em dezembro de 1975, ou seja, passados dois anos de profundos desequilíbrios comerciais.⁸

Resulta que, à diferença do período 1969/73, há no triênio 1974/76 uma marcada dessimetria no comportamento da economia brasileira vis-à-vis o das principais economias capitalistas, o que acaba por se refletir em vultosos déficits no balanço comercial. Ou seja, as dificuldades pelo lado do comércio de mercadorias, que estiveram ausentes no período do ciclo expansivo, manifestam-se agora com grande intensidade em função das adversidades que a conjuntura recessiva mundial impõe às relações comerciais brasileiras. As restrições externas põem a nu o caráter “desequilibrado” da fase expansiva anterior, que esteve não só dissimulado como também agravado por uma conjuntura internacional extremamente favorável. Além disso, os déficits comerciais são amplificados pelo comportamento da conta de serviços produtivos, que tem seus déficits também acrescidos no período, especialmente em função do impacto do aumento do preço dos combustíveis sobre o item “transportes”. Resulta, dos elementos apresentados, que, descontada a contribuição líquida do ingresso de capital de risco, o balanço de mercadorias e de serviços produtivos exerce forte pressão sobre a tomada de recursos de empréstimo, demandando algo em torno de US\$ 11,8 bilhões no triênio.

Não deve ser esquecido, por outra parte, que este quadro de desequilíbrios é exacerbado pelo impacto que o custo da dívida exerce sobre a conta financeira. Os juros vencidos no triênio montam a US\$ 4 bilhões, o que significa, em termos médios anuais, um acréscimo superior a 300% em relação à média do quinquênio 1969/73. Esse aumento dos compromissos financeiros correntes reflete, por um lado, o simples crescimento do estoque da dívida e,

⁸ Para uma discussão do II PND, ver Lessa (1978).

Paulo Davidoff Cruz

por outro, a deterioração das condições de crédito prevalecentes no período. Neste particular é significativa a elevação observada tanto nas taxas básicas de juros como nos spreads praticados no mercado financeiro internacional.⁹ Além do mais, observa-se, desde o início do período, uma persistente queima de reservas internacionais, resultante da retração relativa no volume das operações bancárias internacionais. Tal movimento só vai ser revertido em meados de 1976, quando voltam a expandir-se aceleradamente as atividades no euromercado e quando começam a ser ensaiadas as “políticas restritivas” internas.

Verifica-se, portanto, que o segundo momento de impulsão da dívida externa brasileira responde, dados o padrão de crescimento, as elevadas taxas de crescimento e a política econômica triunfalista de “Brasil-potência” associada ao II PND, a uma conjuntura internacional extremamente adversa que rebate tanto pelo lado do comércio de mercadorias e dos serviços produtivos como pelo lado do custo da dívida, que começa a operar como auto-alimentador dos desequilíbrios globais do setor externo.

Período 1977/78: o caráter financeiro da dívida

A dívida externa brasileira sofre um novo e significativo incremento no biênio 1977/78. Nestes dois anos a dívida bruta cresce a uma taxa média da ordem de 30% a.a., uma das mais elevadas de todo o período em estudo. Paradoxalmente está configurado, por esta época, um quadro de relativa regularização das relações comerciais brasileiras com o “resto do mundo”, dadas tanto a recuperação do nível de atividade das economias capitalistas

⁹ Ver, a respeito, Batista Jr. (1981a).

Dívida externa e política econômica

avançadas, ocorrida a partir de 1976, como a redução da taxa de crescimento do produto interno brasileiro verificada no biênio.

O exame das contas comerciais revela, para o biênio, um balanço comercial praticamente equilibrado, com um déficit acumulado de apenas US\$ 0,9 bilhão. Para este resultado contribuíram, além dos fatores de ordem geral já referidos, preços extremamente favoráveis para alguns produtos primários de exportação, especialmente para café e soja em 1977, e medidas mais efetivas de controle de importações. Somados os déficits das contas de mercadorias e de serviços produtivos chega-se a um déficit global de US\$ 3,8 bilhões no biênio, o que significa que a pressão exercida sobre a tomada de recursos externos é, por este lado, bastante tênue. Na verdade, a pressão sobre a tomada de capitais de empréstimo, descontada a contribuição líquida do ingresso de capital de risco, não supera a marca dos US\$ 2,7 bilhões.

O confronto desse valor com os US\$ 13,5 bilhões relativos à contratação líquida de capitais de empréstimo deixa evidente que o acréscimo da dívida ocorrido no período novamente pouco tem a ver com o financiamento do “hiato de recursos”. Ou, por outras palavras, revela o caráter predominantemente financeiro da tomada de novos recursos externos. O custo da dívida já requer, por esta época, volumes expressivos de recursos para seu financiamento, tendo os juros líquidos atingido a cifra de US\$ 4,8 bilhões no biênio, o que representa cerca de 36% da contratação líquida ocorrida nos dois anos considerados. Além disso, a variação das reservas internacionais alcança o montante de US\$ 5,3 bilhões, respondendo, portanto, por outros 40% das tomadas líquidas do período.

Paulo Davidoff Cruz

Esse comportamento do endividamento externo no biênio tem por substrato a expansão significativa da liquidez internacional ocorrida no período 1976/78, que substituiu a “liquidez restrita” do período anterior. Há, no triênio, um rápido aumento no volume das operações realizadas no mercado bancário internacional, acompanhado por uma tendência à dilatação de prazos e redução de spreads. Assim, o aprofundamento do endividamento brasileiro ocorrido no período está longe de constituir-se fenômeno isolado. Ao contrário, as taxas de crescimento das tomadas de recursos pelo Brasil junto ao mercado de euromoedas, a despeito de elevadas, são inferiores às verificadas para o conjunto das operações realizadas nesse mercado no biênio 1977/78.¹⁰

À farta disponibilidade de crédito no euromercado combinou-se, no caso brasileiro, uma política econômica francamente estimuladora do aprofundamento da dívida. Como será discutido mais adiante, as autoridades governamentais adotaram, a partir de meados de 1976, uma política fortemente indutora da tomada de recursos externos. Por um lado, o estímulo à captação privada, de resultados não tão expressivos, como será visto, foi realizado através da liberação das taxas internas de juros, visando garantir um diferencial do custo do dinheiro a favor do crédito externo. Além disso, foi instituído, em meados de 1977, um mecanismo de proteção contra perdas de capital decorrentes de eventuais modificações na política cambial. Simultaneamente, as empresas estatais foram induzidas, via crescentes restrições à mobilização de recursos internos, a tomadas maciças junto aos bancos internacionais. Em função dessa política, os recursos externos passaram a ter peso crescente na estrutura de financiamento dos grandes projetos do setor público.

¹⁰ Sobre as condições prevalecentes nas operações do euromercado, ver Batista Jr. (1981a).

Dívida externa e política econômica

Assim, pode-se concluir que o novo impulso da dívida externa brasileira resultou de um segundo movimento de “transbordamento” do euromercado de moeda e de uma política econômica decididamente indutora da tomada de recursos externos. O acréscimo da dívida pouco tem a ver com o comportamento da conta de mercadorias e de serviços produtivos, ou seja, com a contribuição de “poupanças externas” ao crescimento, apresentando como contrapartidas principais o próprio custo da dívida e o acúmulo de reservas internacionais.

Período 1979/80: a explosão da taxa de juros no mercado internacional

O biênio 1979/80 é marcado pela volta a uma situação de desequilíbrios no balanço comercial que apresenta um déficit acumulado da ordem de US\$ 5,7 bilhões. Esse resultado reflete os efeitos diretos e indiretos do “segundo choque do petróleo” e do retorno a uma conjuntura recessiva, ou de reduzidos níveis de crescimento, acompanhada de aceleração inflacionária nas economias capitalistas avançadas. Tais efeitos se fazem sentir, também, na conta de serviços produtivos, que acusa um déficit acumulado de US\$ 4,4 bilhões, de tal forma que, descontado o ingresso líquido de capital de risco, resta um déficit global na conta de mercadorias e de serviços produtivos da ordem de US\$ 7,3 bilhões no biênio.

Mas o dado novo do período é o impacto explosivo que o custo da dívida tem sobre os desequilíbrios globais, o que faz com que o efeito cumulativo, que já vinha se manifestando em períodos anteriores, assuma graves proporções no biênio 1979/80. O expressivo aumento do custo da dívida resultou da elevação das

Paulo Davidoff Cruz

taxas básicas de juros praticadas no mercado financeiro internacional. A *libor* de seis meses, por exemplo, que apresentou um valor médio de 9,9% a.a. no biênio 1977/78, atinge um valor médio de 14,4% em 1979 e de 16,8% em 1980. Considerando-se que a maior parte dos contratos de empréstimos e financiamentos é firmada com cláusula de taxa de juros flutuante, é fácil perceber as conseqüências dessas acentuadas variações sobre o custo da dívida externa brasileira. Como decorrência, e pela primeira vez na história recente da dívida externa, o saldo da conta financeira apresenta-se com sinal negativo. Isso significa que o acréscimo da dívida, além de não gerar recursos para o financiamento da conta de mercadorias e de serviços produtivos, é insuficiente para fazer frente aos juros líquidos vencidos no período. De fato, as tomadas líquidas totalizaram US\$ 9,2 bilhões, enquanto os juros líquidos alcançaram o montante de US\$ 10,5 bilhões.

A insuficiência de recursos para fechar o balanço de pagamentos reflete não só a deterioração em geral das condições do crédito internacional ocorrida no período, como, principalmente, a pressão exercida pelos credores externos contra a política econômica “heterodoxa” posta em prática pelo governo brasileiro desde meados de 1979 e considerada agravadora dos desequilíbrios externos. Como conseqüência, o fechamento das contas externas só pode ser realizado mediante a queima de reservas internacionais e mediante a contratação de empréstimos de curto prazo e de custos ainda mais elevados do que aqueles prevalecentes no mercado internacional.¹¹

Na verdade, a importância assumida pelo componente financeiro nos desequilíbrios globais do setor externo só faz por revelar uma das faces perversas do elevado endividamento externo.

¹¹ Sobre os empréstimos de curto prazo no período, ver Batista Jr. (1981a, 1981b).

Dívida externa e política econômica

Isto porque a economia brasileira, à medida que aprofundou sua dívida, tornou-se duplamente vulnerável a conjunturas mundiais recessivas e inflacionárias: por um lado, tais conjunturas têm um pesado efeito negativo sobre a conta de comércio – tanto pelo lado da absorção de nossas exportações como pelo lado dos termos de intercâmbio – enquanto, por outro, é nessas conjunturas que tendem a prevalecer, nos países centrais, políticas monetárias ortodoxas que, via elevação das taxas de juros internacionais, impactam negativamente a conta financeira das economias endividadas. Ou seja, os períodos em que se agravam os déficits na conta de mercadorias e de serviços produtivos são exatamente aqueles nos quais sobrevêm situações de “liquidez restrita” e de agravamento dos déficits puramente financeiros. Um quadro semelhante já se havia configurado no biênio 1974/75 mas com resultados menos evidentes, uma vez que o estoque da dívida era relativamente pequeno e que a elevação da taxa de juros se processou com menor intensidade. Agora, os desequilíbrios do setor externo assumem um caráter predominantemente financeiro como resultado do impacto desequilibrador que o próprio endividamento externo exerce sobre o balanço de pagamentos.

A virada de sinal em 1981: o superávit na balança comercial

O ano de 1981 vai inaugurar uma nova fase na história recente do setor externo brasileiro, caracterizada pela emergência de superávits na balança comercial. Nesse ano, a balança comercial apresentou um saldo positivo superior a US\$ 1 bilhão, o que, somado ao resultado líquido do ingresso de capital de risco, praticamente assegurou os recursos necessários ao financiamento do déficit da balança de serviços produtivos. Como consequência, o

Paulo Davidoff Cruz

acréscimo da dívida destinou-se, exclusivamente, à cobertura dos juros vencidos no ano, evidenciando seu caráter estritamente financeiro.

O resultado favorável da balança comercial decorreu, principalmente, do valor das importações que, em termos nominais, apresentou uma queda de quase 4% em relação ao ano anterior. Excetuados os gastos com trigo e petróleo, a queda do valor das importações foi mais drástica ainda, atingindo, em termos nominais, o percentual de 16% em relação a 1980. O comportamento das exportações, por sua parte, mostrou-se muito aquém das expectativas governamentais, dada a nova onda de protecionismo provocada pela crise internacional e dado o rebaixamento do preço das commodities resultante das elevadas taxas de juros praticadas no mercado financeiro internacional. O desempenho das importações – decisivo para o superávit comercial – foi produto, por sua vez, da política econômica posta em prática pelo governo brasileiro desde o final de 1980. Tal política, implementada em função da forte pressão exercida pelos credores internacionais a partir de meados do ano, era de cunho abertamente recessivo e apoiava-se nos principais instrumentos do “receituário ortodoxo”, a saber: corte no gasto público e redução de subsídios, controle quantitativo da expansão do crédito com a concomitante liberação das taxas de juros praticadas no segmento livre do mercado financeiro e contenção salarial (neste caso apenas parcial, pois visava atingir exclusivamente os altos salários). Além disso, eram adotadas medidas para a contenção direta das importações públicas e privadas. A política recessiva foi bem-sucedida, tendo provocado, rapidamente, uma acentuada queda nos níveis do produto e do emprego no país.¹²

¹² Para uma discussão de política recessiva no período, ver Goldenstein (1983).

Dívida externa e política econômica

Contudo, as dificuldades do *front* externo estavam longe de ser resolvidas. O movimento cumulativo da dívida continuava a ter um impacto fortemente desequilibrador nas contas externas, tendo os juros líquidos alcançado a cifra de US\$ 10 bilhões. O enquadramento da política econômica ao “receituário ortodoxo” teve, é verdade, o efeito de atenuar momentaneamente as restrições impostas pelos bancos internacionais quanto à continuidade do fluxo de empréstimos para o país. Mas, em contrapartida, a economia brasileira teve de arcar com spreads crescentes – que se situavam entre os maiores do mundo – o que significava agravar, ainda mais, os desequilíbrios puramente financeiros das contas externas.

Mais grave ainda, o ingresso líquido de novos empréstimos foi suficiente para cobrir apenas a conta financeira, deixando as reservas cambiais em níveis extremamente baixos, equivalentes, segundo os dados oficiais, ao limite crítico de três meses de importação.¹³ Resultava, portanto, uma situação de equilíbrio fortemente instável e que combinava o pior dos mundos: ajuste recessivo por um lado – com todas as suas implicações – e manutenção, por outro, de um fluxo de empréstimo que cobria exclusivamente a conta financeira, sem possibilitar qualquer ganho de margem de manobra via recomposição das reservas internacionais. Para completar o quadro, persistiam elevadas taxas de juros no mercado financeiro internacional que, aliadas a spreads igualmente elevados, potenciavam os desequilíbrios financeiros, deixando a economia brasileira completamente exposta às vicissitudes do sistema bancário internacional. Concluindo, é possível perceber que, ao final do período estudado, manifestava-se um aparente paradoxo: o endividamento externo, justificado como um elemento de superação de “constrangimentos externos”, como potenciador do crescimento econômico, revelava-se o contrário, ou

¹³ Na verdade, o nível real das reservas conversíveis era bem mais baixo, conforme pode ser visto em Batista Jr (1983).

Paulo Davidoff Cruz

seja, um elemento agudizador das dificuldades externas ou, radicalizando o argumento, um elemento de geração de “constrangimentos externos”.

2

O endividamento externo e as políticas governamentais

O ciclo expansivo e a “política do endividamento externo”

O início dos anos 70 – período de auge do ciclo expansivo – caracterizou-se, como já discutido, por intensa abertura comercial e financeira da economia brasileira para o exterior. Na dimensão comercial, tal abertura manifestou-se, principalmente, através de elevadas taxas de crescimento das exportações e da diversificação da pauta a favor dos bens manufaturados. Em que pesem a política de minidesvalorização e os estímulos fiscais e creditícios, o comportamento das exportações se deveu, basicamente, à extraordinária expansão do comércio mundial que, dado o boom sincronizado das economias capitalistas avançadas, cresceu a taxas anuais próximas a 20% no período. Em sua dimensão financeira, a abertura para o exterior foi caracterizada pela absorção massiva de empréstimos em moeda, o que conduziu a resultados globais fortemente superavitários nas contas externas. Tal fenômeno esteve assentado, como visto, na grande liquidez observada no

Paulo Davidoff Cruz

euromercado de moedas, num momento de expansão sem precedentes no volume das operações bancárias internacionais.

É por essa época, quando o fluxo de recursos proveniente do mercado financeiro internacional já se mostra expressivo, que a apologia do endividamento externo – como instrumento de desenvolvimento – ganha papel de destaque no corpo do discurso oficial. Além de apontar a excelência do endividamento como potenciador do crescimento, o discurso procura mostrar que o governo brasileiro dispunha de uma eficiente “política de administração do endividamento” capaz de assegurar um fluxo continuado de recursos para o país e de minimizar eventuais riscos envolvidos na abertura financeira para o exterior.

O ponto central da defesa do endividamento externo como opção de política econômica era a tradicional proposição de que a economia brasileira – uma economia ainda atrasada quando comparada à das nações capitalistas centrais – requeria o recurso a poupanças externas caso intentasse uma trajetória de crescimento acelerado e sustentado. Dado o suposto governamental de que o objetivo nacional prioritário era a maximização da taxa de crescimento, o recurso à poupança externa mostrava-se absolutamente desejável, por permitir níveis de inversão superiores aos possibilitados pela poupança interna.

“No estágio de desenvolvimento econômico em que se encontra o Brasil, a consecução desse objetivo (desenvolvimento acelerado e sustentável) se relaciona a duas condicionantes quanto ao balanço de pagamentos do país (...):

- (1) deverá, normalmente, existir cada ano um excesso de importação de mercadorias e serviços sobre as exportações de mercadorias e serviços e,
- (2) o balanço de pagamentos, em sua totalidade, deverá apresentar relativo equilíbrio, O excesso de importações de mercadorias e serviços representa a absorção de recursos reais do exterior pela economia. Expressa a

Dívida externa e política econômica

poupança externa que financia parte dos investimentos realizados dentro do país. A essa diferença positiva das importações sobre as exportações se chama 'hiato de recursos' ".¹

O "hiato de recursos" seria financiado, por sua vez, mediante o ingresso massivo de capitais de empréstimo. Na visão das autoridades, seria uma ortodoxia estéril buscar um equilíbrio na balança de mercadorias e serviços, pois seu déficit é que manifestaria a absorção de poupanças externas. O fundamental, ainda segundo essa visão, era adotar uma política de "equilíbrio dinâmico do balanço de pagamentos" através da atração de um fluxo regular de capitais externos.

Na concepção oficial, o processo de endividamento, uma vez iniciado, deveria se aprofundar, já que, a cada ano, além do giro da dívida preexistente, compromissos adicionais teriam de ser assumidos para fazer frente ao novo "hiato" e aos juros vencidos no ano. O principal risco nessa trajetória era, ainda segundo o discurso oficial, a eventual interrupção do fluxo de recursos externos para o país.

"Existe sempre o risco de que, no futuro, o total de empréstimos que o país consiga obter junto às fontes externas de recursos seja inferior ao 'necessário' para atender ao processo de *roll over* do ano e ao aumento da dívida decorrente do financiamento do 'hiato de recursos' e do pagamento dos juros sobre o capital obtido em exercícios anteriores" (Lira, 1970).

Nesse caso, duas seriam as alternativas básicas de ajustamento:

- (1) em se tratando de uma interrupção transitória, o ajustamento seria feito mediante o uso das reservas internacionais acumuladas pelo país, o que manteria intacto o ritmo de desenvolvimento;
- (2) em caso de interrupção mais duradoura, o ajustamento teria de ser feito via compressão das importações. Nessa hipótese, o

¹ Cf. Lira (1970), palestra proferida na Escola Superior de Guerra. O tema é desenvolvido, também, por A. Delfim Netto (jul. 1971), em Conferência na Escola Superior de Guerra.

Paulo Davidoff Cruz

ajustamento teria um “impacto desajustador sobre a desejada aceleração do desenvolvimento econômico”. Esse efeito seria tanto maior quanto mais recursos das exportações tivessem de ser transferidos para cobrir o serviço da dívida.

É em função da necessidade de minimizar tal risco e de assegurar o “equilíbrio dinâmico” do balanço de pagamentos que as autoridades governamentais anunciam aquilo que seria a “política de endividamento externo”. Tal política desempenharia o papel de “...minimizar a vulnerabilidade da economia a uma desaceleração do ritmo de desenvolvimento em decorrência de eventual dificuldade na mobilização de fundos do exterior.”² Ou, por outras palavras,

“... a supervisão pelas autoridades monetárias do processo de endividamento externo – administrando seu crescimento – é indispensável para que o país se possa beneficiar dos créditos sem se defrontar, nos anos subseqüentes, com uma situação de impasse na balança de pagamentos provocada por uma acumulação indevida de compromissos de resgate da dívida. Tal situação já ocorreu algumas vezes na economia brasileira no passado, mas a diferença hoje consiste em que o crédito internacional do país será utilizado apenas na medida em que ele possa ser preservado e cada vez mais aumentado. Esta é uma regra comezinha de administração financeira. Apenas o bom devedor tem crédito abundante e barato. E o principal instrumento para alcançar essa finalidade é a política de endividamento externo” (Lira, 1972).

Assim, a “política do endividamento externo”, ao assegurar um adequado perfil da dívida, evitaria o acúmulo indesejado de compromissos de resgate de curto prazo. A minimização da vulnerabilidade seria complementada, ainda, pela manutenção de “níveis apropriados” de reservas internacionais e pela execução de uma política de fomento às exportações capaz de garantir, no

² Cf. Lira (1970).

Dívida externa e política econômica

mínimo, um ritmo de crescimento dessas últimas semelhante ao ritmo de crescimento da própria dívida.

É importante ter presente, antes de avançar no exame das medidas adotadas no período, que o desempenho da economia brasileira – em pleno auge do ciclo expansivo – parecia confirmar a tese governamental quanto às relações entre recursos externos e crescimento, enquanto o comportamento dos vários indicadores do setor externo – beneficiado por uma conjuntura internacional extremamente favorável – era apresentado como prova irrefutável do sucesso da “política de administração da dívida externa”.

A implementação da “política de administração da dívida”

Tendo em vista o exercício da “política de administração da dívida”, as autoridades governamentais implantaram, em fins dos anos 60 e início dos anos 70, aqueles que seriam, na sua visão, os instrumentos básicos para a regulação da tomada de empréstimos externos. A primeira medida, datada de setembro de 1969, estipulou a obrigatoriedade de anuência prévia do BACEN nas operações de empréstimo realizadas nos moldes da Lei n. 4131 (Resolução n. 125). Isso significou a generalização de tal exigência para todas as operações de empréstimo externo, de vez que ela já vigorava para as operações realizadas nos termos da Instrução n. 289 e da Resolução n. 63. Em segundo lugar, em agosto de 1970, o BACEN obrigou à observação de prazos definidos de amortização quando do pedido de registro de operações via Lei n. 4131 e introduziu o critério de proporcionalidade entre prazos e montantes nas amortizações de débitos externos (Comunicados FIRCE n. 17 e 18).

O passo seguinte, no decorrer do biênio 1970/71, foi a adoção de um conjunto de medidas restritivas às operações de curto prazo, visando melhorar o perfil da dívida, que, àquela época,

Paulo Davidoff Cruz

mostrava-se fortemente comprometida com obrigações vincendas em prazo inferior a um ano. Nesse período, aproveitando a extensão generalizada dos prazos praticados nas operações bancárias internacionais, as autoridades impõem sucessivas restrições quantitativas ao crédito de curto prazo, o que permitiu um alongamento do prazo médio de amortização da dívida brasileira.³ A melhoria de perfil daí resultante, bem como o continuado crescimento das reservas internacionais, eram apresentados pelo discurso oficial como prova de que o processo de endividamento externo era perfeitamente administrável.

Em 1972, também acompanhando um fenômeno que se dava em escala internacional, o endividamento externo brasileiro experimentou forte aceleração, dando origem a um substancial crescimento das reservas internacionais e criando, segundo as autoridades, dificuldades para a execução da política monetária e para o controle da inflação. Não é demais lembrar que, por essa época, em plena aceleração do ciclo expansivo, o discurso oficial afirmava que só faltava reduzir o patamar inflacionário para completar o quadro dos grandes êxitos da política econômica do período.⁴ Nesse sentido, o crescimento das reservas – parte integrante da “política do endividamento externo” – mostrava-se conflitante com o objetivo de combate à inflação. A percepção desse conflito era assim explicitada pelas autoridades governamentais:

“Quanto ao nível das reservas, nosso objetivo era encerrar o ano com US\$2,3 bilhões, mas em 31 de julho já atingimos US\$ 2,7 bilhões e, se continuarmos nesse ritmo, atingiremos US\$ 3 bilhões no fim do ano. Este crescimento das reservas cria problemas de política monetária muito importantes, e o manejo monetário se torna cada vez mais delicado.

³ Para uma descrição detalhada das medidas restritivas, ver Pereira (1974, item 1.1).

⁴ Para uma análise aprofundada do discurso oficial e da política econômica do período do “milagre”, ver Macarini (1984).

Dívida externa e política econômica

Devemos atingir uma taxa de crescimento do PIB de 10% este ano, a inflação deverá ficar muito próxima a 15% e o superávit de caixa do governo é de 1,4 bilhão de cruzeiros. De modo que os efeitos inflacionários do aumento de reservas, a necessidade de neutralizá-los e toda a política monetária se tornam cada vez mais importantes e delicados.”⁵

Por conta dessa nova preocupação, as autoridades governamentais passaram a impor prazos mínimos de amortização cada vez mais longos. Assim, em abril de 1972, é fixado o prazo mínimo de quatro anos; em maio tal prazo é elevado para cinco anos, enquanto em fins de julho é ampliado para seis anos. O progressivo alongamento dos prazos ameaçava criar, por sua parte, dificuldades de outra natureza, a saber, uma possível incompatibilidade entre os extensos prazos de resgate no exterior e aqueles requeridos pelos tomadores em moeda doméstica, notadamente no que toca às operações via Resolução n. 63. Em função disso, as autoridades governamentais promoveram novas modificações na regulamentação dos empréstimos em moeda, cuja principal, datada de maio de 1972 (Circular n. 180), estipulava que os repasses da Resolução n. 63 poderiam ser realizados a prazos inferiores ao da operação externa correspondente e que poderiam, também, ser picotados, vale dizer, feitos a mais de uma empresa. Em setembro de 1972 (Resolução n. 229), foi aberta a possibilidade de que os recursos captados nos moldes da Lei n. 4131 também pudessem ser registrados com prazos inferiores ao da operação com o exterior, com posterior renovação ou com transferência do crédito a outro mutuário.

A tentativa de frear o crescimento das reservas internacionais mediante a exigência de prazos cada vez mais extensos mostrou-se inócua, dado que a aceleração da taxa de

⁵ Cf. Delfim Netto (*Visão*, 28 ago. 1972, entrevista).

Paulo Davidoff Cruz

inversão mantinha elevada a demanda doméstica por crédito, e que havia grande disponibilidade de recursos no mercado bancário internacional a custos e prazos bem mais favoráveis que os praticados no mercado interno.⁶ Tal fenômeno, que, como visto, nada tinha a ver com o financiamento do “hiato de recursos” ou com a absorção de poupanças externas, era claramente percebido pelas autoridades governamentais, conforme mostra a passagem a seguir:

“As oportunidades de investimento em uma economia crescendo em ritmo acelerado geraram uma correspondente demanda de fundos para financiamento. Diante da capacidade de oferta desses fundos no mercado internacional de capitais – mesmo em face das restrições quanto a prazos mínimos de amortização mencionadas anteriormente –, a entrada efetiva de empréstimos em moeda tende a fazer-se em ritmo superior às necessidades de curto e longo prazo para financiamento da absorção de poupança externa”.⁷

Na verdade, como será discutido no Capítulo 3, tal movimento revestia-se de extrema funcionalidade quanto ao financiamento do ciclo expansivo – no que toca à oferta de fundos de médio e longos prazos – e favorecia, particularmente, as filiais de grandes empresas internacionais, que passaram a substituir capitais de risco por capitais de empréstimo no conjunto de fundos mobilizados para suas operações no país.

O fato é que, mesmo sob a imposição de prazos mais longos, o afluxo de recursos externos continuou intenso, de forma que ao final do terceiro trimestre de 1972 as reservas já estavam próximas à cifra de US\$ 3,5 bilhões, valor substancialmente superior ao perseguido pelas autoridades governamentais. Em vista disso, em outubro, o Conselho Monetário Nacional determinou a obrigatoriedade de um depósito junto ao Banco Central de 25%

⁶ Sobre o diferencial do custo do dinheiro, que permanece ao longo do período, ver Cruz, H.N. (1975). Ver, também, Pereira (1974).

⁷ Cf. Velloso (nov. 1973). *Novas realidades do Brasil*, pronunciamento na sessão de abertura do subcomitê do CIAP sobre o Brasil.

Dívida externa e política econômica

sobre o contravalor em cruzeiros dos empréstimos em moeda. Procurava-se, agora, evitar os efeitos expansionistas sobre a base monetária, resultantes do persistente acúmulo de reservas internacionais, mediante a elevação do custo dos empréstimos externos (Resolução n. 236 e Circular n. 190).

Não obstante a relativa redução de ingresso de capitais de empréstimo, tal medida também não alcançou os resultados desejados. Em dezembro de 1972 as reservas já haviam ultrapassado a marca dos US\$ 4 bilhões, valor que superava em quase 100% a meta antes fixada pelas autoridades governamentais. Mais grave ainda, ao final do primeiro semestre de 1973 as reservas já estavam próximas ao patamar de US\$ 6 bilhões, comprometendo, segundo as autoridades, a meta de 12% fixada para a inflação do ano. Nesse momento, é adotado um novo elenco de medidas, começando pela suspensão do depósito compulsório de 25% e pela simultânea dilatação, de seis para oito anos, do prazo mínimo de amortização para novos empréstimos. Em julho, ainda na tentativa de reduzir o ritmo de ingresso de recursos externos, o prazo mínimo é novamente ampliado, agora para 10 anos. Ao mesmo tempo, foi estendido para 12 anos o prazo mínimo exigido para fins de restituição, redução ou isenção do imposto de renda incidente sobre a remessa de juros e de comissões. Finalmente, em fins de agosto, as autoridades governamentais restabeleceram (Resolução n. 265 e Circular n. 218) o depósito compulsório sobre o contravalor em cruzeiros, só que, agora, ao nível de 40%. Segundo as autoridades governamentais,

“diante da continuidade da entrada de fundos externos, em ritmo intenso, e uma vez que a elevação do prazo mínimo de 8 para 10 anos não se revelou capaz de contê-lo, concluíram as autoridades pela necessidade de reativação do mecanismo de retenção em agosto último e, desta feita, de forma bastante drástica. O percentual de retenção foi fixado em 40%, eliminando-se, simultaneamente, o dispositivo de regulamentação que

Paulo Davidoff Cruz

previa a devolução dos recursos congelados, no caso de suspensão da medida. O resultado foi imediato, verificando-se praticamente o estancamento da entrada de recursos que significassem aumento do nível de endividamento externo do tomador nacional. Estancou-se, por essa via, um elemento importante de alimentação do aumento da massa monetária.”⁸

Com efeito, o depósito de 40% conseguiu reduzir, substancialmente, o fluxo de entrada de empréstimos externos e, com isso, frear a escalada que se vinha verificando no nível das reservas internacionais.

O “excesso” de endividamento externo verificado no início dos anos 70, notadamente no biênio 1972/73, e a preocupação das autoridades governamentais quanto ao impacto desse fenômeno sobre a massa monetária e, por essa via, sobre os níveis de inflação, tiveram um importante desdobramento: um massivo lançamento de letras do Tesouro visando eliminar o aumento de liquidez derivado do crescimento das reservas. Isso significa que o primeiro grande salto da dívida pública brasileira – ocorrido no início dos anos 70 – foi determinado pela intensa abertura financeira para o exterior experimentada pela economia brasileira no período.⁹

Num esforço de síntese, pode-se afirmar que o início dos anos 70 apresenta-se como o período de “coroamento” da política de abertura externa que vinha sendo perseguida sistematicamente desde 1964. É particularmente notável, no período, o aprofundamento das relações financeiras com o exterior, tendo a economia brasileira se transformado em importante tomadora de recursos no mercado bancário internacional. Tal fenômeno era justificado, e defendido, pelas autoridades governamentais como altamente desejável, por permitir a aceleração da taxa de crescimento. A despeito de o endividamento do período, conforme

⁸ Cf. Velloso (nov. 1973). *Novas realidades do Brasil*, pronunciamento na sessão de abertura do subcomitê do CIAP sobre o Brasil.

⁹ Ver, a respeito, Pereira (1974), especialmente as páginas 78 a 92.

Dívida externa e política econômica

discutido no Capítulo 1, nem de longe poder ser visto como a “contribuição de poupanças externas ao crescimento”, o extraordinário desempenho da economia brasileira parecia confirmar a tese governamental.

Mais ainda, a singular conjuntura internacional do período, principalmente quanto às condições de crédito ofertado pelo sistema financeiro internacional, além de viabilizar o elevado endividamento, criava a ilusão de que os instrumentos endógenos de “administração da dívida” eram eficazes, eliminando quaisquer riscos eventualmente envolvidos no processo. No discurso oficial, tal fenômeno aparecia como uma prova irrefutável do acerto das políticas governamentais:

“Finalmente, repete-se, amiúde, que o endividamento externo brasileiro é uma bomba de retardamento, herança onerosa às gerações futuras. Mais outra crítica que não tem a menor procedência (...). Se, de um lado, elevou-se o indicador do endividamento global, de outro, de 1967 a 1972, melhoraram substancialmente todos os demais indicadores do setor externo da economia (...). Por conseguinte, não há qualquer evidência de bomba de retardamento ou de irresponsabilidade na política brasileira de endividamento externo.”¹⁰

Por paradoxal que possa parecer, o único problema relevante em relação ao endividamento externo decorria, para as autoridades governamentais, da extrema competência com que era conduzida a política econômica do país. As excelências oferecidas pela economia brasileira aos investidores estrangeiros eram tais que acabavam atraindo recursos externos em volumes muito superiores aos compatíveis com as metas de estabilização dos preços internos. Esse era, contudo, um problema menor para as autoridades, de vez que a emissão de títulos do Tesouro – ainda que a custo de forte

10 Cf. Delfim Netto (jun. 1973). *Problemas da economia brasileira*, pronunciamento no Congresso Nacional.

Paulo Davidoff Cruz

impulso da dívida interna – neutralizava o efeito expansionista da base monetária provocado pelo excessivo endividamento externo.

O II PND e o aprofundamento da dívida externa

A emergência da crise internacional – num momento em que o ciclo expansivo doméstico dava os primeiros sinais de esgotamento – em nada abala a retórica desenvolvimentista do governo brasileiro. Pelo contrário, tratava-se, agora, de responder criativamente à crise aproveitando as oportunidades abertas pela nova conjuntura internacional. Na visão das autoridades governamentais, a economia brasileira – uma “ilha de tranquilidade em meio a um mar revolto” – deveria responder à crise através do crescimento acelerado, resguardado um relativo controle sobre a inflação e sobre o balanço de pagamentos:

“Na realidade o Brasil deverá crescer expressivamente no próximo quinquênio, a taxas que se comparem às dos últimos anos, tanto mais se leva em conta sua relatividade às modestas marcas econômico-sociais que a grande maioria dos países, desenvolvidos ou em desenvolvimento, para não falar dos subdesenvolvidos, conseguirá a duras penas alcançar, no mundo em que derredor nos circunda.”¹¹

Ou, ainda:

“A propósito, no momento em que, como no atual estágio, a tarefa de crescer se torna muito mais árdua – pelo esgotamento da capacidade ociosa da indústria, pela inflação mundial e pela crise de energia –, já começam a surgir as sugestões de passar o país a crescer em ritmo moderado. Isso seria desastroso, como definição de política de desenvolvimento (...). O que se deve fazer é, mantendo a inflação a nível tolerável e sob controle a situação de balanço de pagamentos, preservar o

11 Cf. Geisel (10 set. 1974) citado por Lessa (1978).

Dívida externa e política econômica

objetivo de efetivar o pleno potencial, nas novas circunstâncias, o que, em 1974, se traduz por uma meta de crescimento de 10%.”¹²

O dado novo na retórica oficial é que se tratava não mais de acelerar o crescimento desordenado, desequilibrado, mas sim de orientá-lo decisivamente na direção dos setores que haviam ficado relativamente atrofiados no período anterior: insumos básicos e bens de capital. Assumia-se que seria possível, num prazo relativamente curto, completar a estrutura industrial brasileira eliminando, pela raiz, as bases da vulnerabilidade, da dependência externa. Tratava-se, afinal, do último esforço substitutivo, da derradeira etapa do processo de substituição de importações. Essa é a idéia que preside o II PND, ambicioso programa centrado em grandes projetos de insumos básicos e de infra-estrutura que, criando demanda ampliada para o setor de bens de capital, colocaria a economia brasileira, já ao final da década de 70, no rol das economias capitalistas plenamente desenvolvidas.¹³

No que toca ao setor externo, tal proposição implicava que o recurso à “poupança externa” não só permanecia altamente desejável como, agora, era mais necessário ainda, pois, em vez de potenciar um crescimento desequilibrado, estaria viabilizando a erradicação estrutural – via ampliação do setor de bens de produção – da dependência da economia brasileira em relação aos países centrais. Mais ainda, para as autoridades governamentais, o “hiato de recursos” deveria ser mantido – ou mesmo dilatado – durante alguns anos, já que qualquer esforço substitutivo implicava, num primeiro momento, maior volume de importações.

12 Cf. Velloso (jul. 1974). *Opções e pleno potencial*, aula inaugural dos cursos de Doutorado da EPGE/FGV.

13 Para uma discussão aprofundada dos propósitos, da implementação e das razões do fracasso do II PND, ver Lessa (1978).

Paulo Davidoff Cruz

“O problema principal que temos de enfrentar é o de equacionar os problemas do balanço de pagamentos no período de transição, pois, para substituir importações, é preciso, numa primeira fase, importar mais.”¹⁴

Evidentemente, as autoridades governamentais previam, também, a intensificação do esforço exportador, o que incluía a demarcação de grandes projetos exportadores em associação com o capital estrangeiro. Esperava-se como resultado final um “déficit aceitável” na balança de comércio, “compatível com um pequeno superávit global no balanço de pagamentos”,¹⁵ o que significa que o aprofundamento do endividamento externo estava na própria lógica do processo.

Para as autoridades era fundamental manter, no período de implantação dos grandes projetos do II PND, a credibilidade junto aos banqueiros internacionais para, com isso, assegurar a continuidade do fluxo de recursos externos para o país. Tratava-se de conseguir vencer a fase de transição ao fim da qual o país estaria criando as condições para resgatar a dívida contraída. A preocupação quanto à credibilidade externa é recorrente, emergindo em diferentes pronunciamentos governamentais ao longo do período onde se procurava mostrar que o perfil da dívida permanecia em nível adequado e que os vários indicadores – vulnerabilidade, proteção, etc. – atestavam o acerto e a tranquilidade da rota escolhida. Contudo, a profundidade da crise internacional e as novas condições das atividades bancárias internacionais teimavam em deitar por terra todo o esforço da retórica oficial.

Ao lado da “diretiva desenvolvimentista” e a ela subordinada, à política de curto prazo caberia assegurar que, durante o período de transição, os objetivos de crescimento seriam atingidos

14 Cf. Simonsen (fev. 1975). *Economia brasileira; retrospecto de 1974 e perspectivas para 1975*, conferência pronunciada na Confederação Nacional das Indústrias.

15 Cf. Velloso (30 jun. 1974).

sem que houvesse perda de controle sobre os resultados globais do balanço de pagamentos e sobre o ritmo de crescimento dos preços internos. É sob essa ótica que devem ser analisadas as diferentes medidas em relação ao setor externo, em geral, e em relação ao endividamento externo, em particular, adotadas ao longo do biênio 1974/75.

O fracasso da estratégia externa do II PND

A nova conjuntura internacional se fez sentir logo no início de 1974, quando as importações apresentaram níveis extremamente elevados, conduzindo a déficits, também elevados, na balança comercial. Segundo as autoridades governamentais, havia um conjunto de fatores atuando no sentido de provocar níveis tão altos de compras no exterior. Em primeiro lugar, e como era natural que ocorresse, o elevado valor das importações refletia o impacto do choque do petróleo. Em segundo lugar, decorria da formação de estoques especulativos, dada a expectativa de novos aumentos de preço no mercado internacional, e da redução/isenção das tarifas aduaneiras processadas em 1973. Além do mais, ainda segundo as autoridades, refletia, também, uma conjuntura de superaquecimento ocasionada pelo excesso de liquidez real que havia se formado em 1973 por conta do acúmulo indesejado de reservas internacionais (o superaquecimento explicaria, também, a aceleração das taxas de inflação no início de 1974).

Em função de tal diagnóstico, foram implementadas, por um lado, uma política monetária restritiva, visando absorver o excesso de liquidez (“mas aplicada com cuidado para não afetar os objetivos de crescimento”), e, por outro, várias medidas destinadas a arrefecer diretamente o ritmo de crescimento das importações. Assim, em

Paulo Davidoff Cruz

junho de 1974, é anunciado o primeiro pacote de contenção das importações, compreendendo, basicamente:

- (1) restauração da maioria das alíquotas aduaneiras que haviam sido objeto de redução ou de isenção em 1973;
- (2) obrigatoriedade de fechamento, ou de pagamento de câmbio prévio, para os produtos com alíquotas superiores a 55%;
- (3) elevação de 100 pontos percentuais da alíquota de um conjunto de bens considerados supérfluos. A par disso, é mantida a política de minidesvalorização como forma de incentivar as exportações.¹⁶

No que toca às importações, tais medidas destinavam-se, segundo as autoridades governamentais, a conter apenas aquelas decorrentes do excesso de liquidez e da especulação com matérias-primas. Simultaneamente, buscava-se preservar as importações necessárias à manutenção dos elevados níveis de crescimento previstos no II PND, tendo em vista, inclusive, que qualquer esforço substitutivo implicava, num primeiro momento, maiores importações. Na verdade, as preocupações em relação ao setor externo estavam voltadas para um outro ponto, a saber: o fluxo insuficiente de capital de empréstimo. Isso porque, às necessidades agora ampliadas de recursos externos, sobrepunha-se uma conjuntura de “liquidez restrita” no mercado financeiro internacional, o que acabava provocando a queima das reservas cambiais em contrapartida aos déficits globais do balanço de pagamentos.

Por conta disso, as autoridades econômicas, que em fevereiro já haviam suspenso o depósito compulsório de 40% incidente sobre o contravalor em cruzeiros dos empréstimos

¹⁶ Ver, sobre esses pontos, Lira (mar. 1974). *Alguns aspectos da política econômica*, palestra proferida na ADESG.

Dívida externa e política econômica

externos, anunciavam novas medidas visando facilitar e estimular a captação de recursos externos. Assim, em fins de agosto, passou a ser permitido que os recursos não-utilizados nas operações de repasse fossem aplicados na forma de depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN, como alternativa à compra de LTN. Sobre tais depósitos o BACEN assumiria os juros devidos ao credor externo e, também, o ônus do imposto de renda quando de responsabilidade do depositante (Circular n. 230). Em meados de setembro, por decisão do Conselho Monetário Nacional, foi reduzido de 10 para 5 anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos em moeda, ficando estipulado o prazo de seis meses para início dos pagamentos. Ainda em setembro (Resolução n. 300) foi reduzido de 12 para 8 anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos externos, vinculados ou não à aquisição de bens, para fins de restituição, redução ou isenção do imposto de renda. Finalmente, em fins de outubro (Circular n. 305), o BACEN reduziu de 25 para 5% o imposto de renda incidente sobre juros, comissões e demais despesas decorrentes de operações de empréstimos externos. Através desse conjunto de medidas as autoridades governamentais procuravam, tanto pelo lado dos prazos como pelo lado dos custos, adequar as condições de captação ao quadro de “liquidez restrita” que prevalecia no mercado financeiro internacional.

Em que pesem as medidas adotadas, o balanço comercial acabou por acusar um déficit da ordem de US\$ 4,5 bilhões em fins de 1974, enquanto o balanço de pagamentos apresentou um déficit global de US\$ 1,1 bilhão, provocando uma queda nas reservas internacionais de US\$ 6,4 para US\$ 5,3 bilhões. Tais resultados, a despeito de não serem considerados catastróficos pelas autoridades governamentais – pois, segundo elas, a relação dívida líquida/exportações indicava boa solvência internacional, enquanto

Paulo Davidoff Cruz

o perfil das amortizações e o ainda elevado nível de reservas internacionais ofereciam garantias adicionais – impunham maiores cuidados na programação do setor externo para 1975.

“O ponto a observar é que um déficit em conta corrente de US\$ 6,9 bilhões pode ser aceito num ano de transição, mas não por vários anos a fio, sob pena de o país se endividar em bola de neve. Nesse sentido, é importante que cuidemos de reduzi-lo significativamente já em 1975, para que não sejamos obrigados a adotar um tratamento de choque em 1976 e 1977. Devemos, também, estar preparados para captar menos empréstimos externos em 1975 do que em 1974, não porque nossa credibilidade tenha diminuído, mas porque muitos bancos estrangeiros se encontram com seus limites operacionais esgotados ou próximo a se esgotarem.”¹⁷

As expectativas iniciais para 1975 eram de que seria possível manter o balanço comercial sob relativo controle através da estabilização do valor das importações em torno de US\$ 12 bilhões e do crescimento das exportações para US\$ 10 bilhões. As importações necessárias seriam mantidas, enquanto o “excesso” observado em 1974 seria eliminado, dado que agora se fariam sentir os efeitos das medidas tomadas no ano anterior e dada a decisão governamental de reduzir em 10% as importações do setor público.

As exportações, por sua parte, seriam reforçadas pelas boas safras agrícolas esperadas e pelo crescimento das vendas de produtos manufaturados. A questão era assim vista pelas autoridades governamentais:

“Espera-se, portanto, que durante o ano de 1975, o balanço de pagamentos brasileiro conhecerá substancial melhora. Diante da crise do petróleo, seria irrealista pensar-se num retorno imediato ao equilíbrio na balança comercial. Não obstante, o déficit deverá limitar-se ao custo adicional das importações de petróleo com a eliminação do déficit que não se origina do petróleo. No lado das exportações contamos com boas safras em nosso favor. Também com respeito às exportações de produtos manufaturados,

17 Cf. Simonsen (fev. 1975). *Economia brasileira; retrospecto de 1974 e perspectivas para 1975*, conferência pronunciada na Confederação Nacional das Indústrias.

Dívida externa e política econômica

favorece-nos o fato de que nossa participação no mercado internacional ainda é muito pequena, o que nos permite continuar crescendo sem maiores dificuldades (...). Por outro lado, deve-se observar que nos últimos meses as importações do setor privado declinaram sensivelmente, em razão das políticas monetária e fiscal rígidas adotadas pelo governo. Ademais, os estoques acumulados em 1974 deverão ser utilizados em 1975, e os preços das várias mercadorias que adquirimos no exterior estão também declinando. E, o que é mais importante, o governo federal que responde por cerca da metade de todas as importações, decidiu reduzir suas compras no exterior em cerca de 10% em comparação com 1974 (...).”¹⁸

Completando o quadro das expectativas para 1975, previa-se que o déficit em transações correntes seria integralmente coberto pelo ingresso de capitais externos, principalmente por capitais de empréstimo, de forma a deixar, na pior das hipóteses, intocado o nível das reservas internacionais. Esse, aliás, era um ponto fundamental, segundo as autoridades governamentais, para manter a credibilidade do país ante a comunidade financeira internacional.

Entretanto, os resultados do primeiro semestre, em que pese o razoável comportamento do balanço comercial, já antecipavam dificuldades, ao acusarem nova queima de reservas cambiais. Esse fato era minimizado pelas autoridades governamentais, para quem a queima de reservas era “artificial”, não se devendo à insuficiência de ingresso de capital de empréstimo, mas sim ao súbito desaparecimento dos créditos comerciais associados às importações que estavam agora sujeitas ao fechamento prévio de câmbio (produtos com alíquotas aduaneiras iguais ou superiores a 37%, segundo a Resolução n. 319, de fevereiro de 1975). Em função disso, as autoridades substituíram, para esses produtos, a exigência de fechamento prévio de câmbio por um recolhimento compulsório, pelo prazo de 180 dias, no valor de 100% da importação FOB. Os

18 Cf. Simonsen (mar. 1975). *Aspectos atuais da economia brasileira*, encontros com empresários, banqueiros, industriais e jornalistas em Londres e Paris.

Paulo Davidoff Cruz

recursos originários de tais depósitos seriam utilizados, por sua vez, para maior apoio às exportações. A idéia central dessa nova sistemática era de que, além de continuar inibindo as importações desse tipo de bem, seria possível intensificar o estímulo às exportações e, principalmente, recompor o nível das reservas internacionais mediante a retomada dos créditos comerciais.¹⁹

O quadro das contas externas brasileiras, que já não era bom no primeiro semestre, agrava-se profundamente na segunda metade do ano. Isso porque as exportações, fortemente afetadas pela recessão dos países avançados, apresentavam um comportamento medíocre, ao mesmo tempo em que, e mais grave ainda, não estava sendo possível financiar integralmente o déficit em transações correntes via conta de capitais, o que implicava a continuidade do processo de queima de reservas internacionais. Prevendo resultados extremamente adversos para o final do ano, e tentando revertê-los, as autoridades governamentais adotaram, em meados de novembro, novas medidas emergenciais visando aumentar a atratividade dos empréstimos externos, a saber:

- (1) isenção do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para contratos de repasse nos moldes da Resolução n. 63, o que, na estimativa das autoridades, reduziria em 2,3% o custo final de tais recursos;
- (2) o BACEN, através do comunicado GECAM n. 281, passou a assumir, durante o período em que os recursos estivessem nele depositados (Circular n. 230), não só os juros mas também o spread devido ao credor internacional. Essa última medida também deveria provocar queda nas taxas de repasse, de vez que

¹⁹ Ver, a respeito, Simonsen (jul. 1975). *Economia brasileira e a conjuntura mundial*, conferência proferida na Federação das Indústrias do Rio de Janeiro.

Dívida externa e política econômica

os agentes repassadores deixariam de correr riscos sempre que os recursos ficassem sem aplicação.

Em meio a esse quadro de dificuldades, as autoridades governamentais procuravam manter um discurso otimista quanto ao setor externo.

“Seria, então, evidente que, tendo o Brasil revelado capacidade de resistir galhardamente ao choque da economia mundial terá, muito naturalmente, condições de beneficiar-se da mudança favorável de conjuntura, que já se pode esperar sem otimismo indevido.”²⁰

Repetia-se, por essa época, a referência aos diferentes indicadores do setor externo para demonstrar que a dívida estava sob controle e que não havia razões para preocupações.

“A conclusão ressalta aos olhos. Foi possível ao Brasil, num dos períodos mais turbulentos do mercado internacional de capitais, manter o ‘perfil’ de sua dívida sob controle. (...) Os dados apresentados demonstram o quanto se pode conseguir com uma política de administração da dívida externa a serviço dos interesses do país e que procura explorar os momentos vantajosos do mercado internacional de capitais, criando ‘espaço’ no ‘perfil’ da dívida para as fases menos propícias em termos de prazo e disponibilidade.”²¹

Não deixa de ser curioso, para dizer o mínimo, que as reservas acumuladas excessivamente no início dos anos 70 passassem a ser apresentadas, agora, como prova de competência das políticas governamentais.

“... é fundamental entender que, quando o país acumulara como reserva mais de US\$ 6 bilhões no final de 1973, não o fizera motivado por uma atitude onzenária, de satisfação estéril, por parte das Autoridades Monetárias, nem para contemplar uma massa reluzente de ativos internacionais. Tratava-se, isso sim, de uma política esclarecida de levantar

20 Cf. Lira (out. 1975) em pronunciamento na instalação do X Encontro das Associações de Crédito, Investimentos e Financiamento.

21 Cf. Lira (out. 1975).

Paulo Davidoff Cruz

recursos financeiros no mercado internacional de capitais, quando as condições eram mais do que propícias para tanto” (Lira, out. 1975).

Não obstante as medidas e o discurso, os resultados do ano foram efetivamente desastrosos. O déficit do balanço comercial atingiu o montante de US\$ 3,5 bilhões – valor significativamente superior ao previsto no início do ano – resultado esse que foi agravado pelo impacto que a elevação da taxa de juros teve sobre o montante de juros a ser desembolsado no ano. O balanço de pagamentos apresentou, por sua vez, um déficit global da ordem de US\$ 1 bilhão. Isto significa que, a despeito das medidas de estímulo à captação externa, as dificuldades observadas no mercado bancário internacional impuseram que parte das necessidades ampliadas de recursos externos fosse suprida mediante uma nova queima de reservas internacionais, que passaram de US\$ 5,3 para US\$ 4 bilhões.

Chegava-se, assim, pelo segundo ano consecutivo, a resultados fortemente negativos quanto ao setor externo. Na verdade, durante esses dois anos houve uma indiscutível tentativa de preservar as importações em níveis elevados, de forma a assegurar o crescimento acelerado e a efetiva implantação dos projetos substitutivos. Sob essa ótica, as medidas adotadas em relação ao setor externo foram coerentes com o discurso desenvolvimentista do II PND e com a idéia da contribuição de “poupanças externas” ao crescimento. O que falhou na estratégia externa foi a avaliação quanto à natureza e às repercussões da crise internacional. Na verdade, a crise determinou um péssimo desempenho das exportações brasileiras (e dos termos de intercâmbio) ao mesmo tempo em que dificultou enormemente a implantação das *joints* exportadoras. Simultaneamente, o sistema financeiro internacional, vivendo uma conjuntura de grande incerteza, não sancionou os “hiatos de recursos” nas magnitudes

Dívida externa e política econômica

observadas. Como consequência, as reservas internacionais, que em fins de 1973 eram apresentadas como o “cartão de visita” das contas externas brasileiras, entraram em trajetória de queda, aproximando-se do limite crítico de três meses de importação, colocando em xeque a tão propalada política de “administração da dívida externa”.

A prevalência do enfoque monetário de ajuste do balanço de pagamentos

É nesse contexto de fracasso da estratégia externa do II PND que se dá, em 1976, a guinada de enfoque das autoridades governamentais quanto às questões do setor externo: tratava-se, agora, de buscar o equilíbrio global do balanço de pagamentos compatível com um “padrão mais normal” das contas externas.

“Deseja o governo do Presidente Geisel colocar o balanço de pagamentos dentro de padrões mais normais de longo prazo, para um país no estágio de desenvolvimento do Brasil: relativo equilíbrio global, ausência de déficit (ou obtenção de superávit) na balança de comércio, déficit em conta corrente dentro do limite já mencionado (20% do investimento total do país)...”²²

O que está implícito no discurso oficial é que se tratava, no limite, de eliminar o “hiato de recursos”, de vez que a conjuntura internacional não mais permitia a continuidade do processo de “absorção de poupanças externas”. O crescimento da dívida faria frente, a partir de então, quase que exclusivamente ao seu próprio serviço, assumindo um caráter predominantemente financeiro. Evidentemente, o discurso oficial não explicitava a questão nos termos acima propostos. A retórica oficial continuava a exaltar a

²² Cf. Velloso (jun. 1976). *Novas oportunidades para o Brasil*, pronunciamento na Sessão de Abertura do Seminário Econômico sobre o Brasil, promovido pelo Conselho de Assuntos Econômicos da *Canning House*, Londres.

Paulo Davidoff Cruz

“absorção de poupanças externas”, identificando “hiato de recursos” com déficit em transações correntes.²³

A busca do equilíbrio (e de superávits) na balança comercial, dadas as restrições que a crise internacional impunha às exportações brasileiras, passava, agora, não mais pelo simples corte de eventuais “excessos”, mas sim pela contenção efetiva das importações. Isso significa que, para as autoridades, havia chegado aquele momento onde teriam de ser adotadas medidas com “inevitáveis impactos desajustadores sobre a desejada aceleração do desenvolvimento econômico”. Ou seja, a economia brasileira teria de enfrentar agora um quadro indesejado que, de acordo com o discurso oficial do início dos anos 70, não passava de um risco longínquo, desde que corretamente executada a “política de administração da dívida externa”.

Dado o novo enfoque, as medidas relativas ao setor externo se desdobrariam em duas direções principais, a saber: medidas mais drásticas de controle direto das importações e, primordialmente, adoção de política monetária restritiva, visando desaquecer a atividade econômica e, por essa via, apressar os resultados quanto ao setor externo. A segunda diretiva, que é o ponto central da mudança de enfoque em relação ao setor externo, vinha em resposta, também, à aceleração inflacionária ocorrida no período. “Tanto no combate da inflação quanto no do balanço de pagamentos, a política monetária é o instrumento-chave pelo seu papel regulatório sobre a demanda de bens e serviços.”²⁴ Além de conter a demanda global, a política restritiva teria a função – segundo as autoridades – de, ao liberar as taxas de juros e ao apertar e encarecer o crédito doméstico, estimular a captação de

²³ Ver, por exemplo, Velloso (nov. 1976). *A contenção dos investimentos governamentais*, discurso na Associação dos Bancos do Estado de São Paulo.

²⁴ Cf. Simonsen (abr. 1976). *Aspectos atuais do desenvolvimento brasileiro*, pronunciamento na Comissão de Economia da Câmara dos Deputados.

empréstimos externos. Sob esse ponto de vista, tratava-se não mais de estimular a tomada de recursos externos via barateamento do custo final de tais recursos (como vinha sendo feito através da redução da alíquota do imposto de renda, da eliminação do IOF, dos depósitos voluntários de moeda estrangeira junto ao BACEN, etc.) mas sim via elevação do custo do dinheiro tomado no mercado interno.

É interessante observar que a “política de austeridade” vinha acompanhada de um discurso que, agora, enfatizava a gravidade da crise internacional. “Por outro lado, o panorama mundial adquiria novos contornos preocupantes, até mesmo ameaçadores. Não se tratava, apenas, do anunciado aumento do preço do petróleo para o ano de 1977, o qual veio a ser fixado em níveis excessivamente elevados para nós (...). Imprevista, ao contrário, foi a tendência à estagnação que afetou as economias propulsoras do mundo ocidental, particularmente os Estados Unidos da América, após uma recuperação brilhante no início do ano. As previsões para 1977, nesse quadro, não são promissoras.”²⁵

Ao lado das várias medidas monetárias restritivas, o período em exame vai presenciar uma crescente preocupação das autoridades governamentais quanto ao gasto público: já em fins de 1976, quando da discussão orçamentária para o ano seguinte, tornava-se claro que a “política de austeridade” passaria pela revisão dos programas governamentais e, mais especificamente, pela desaceleração do investimento público. Por essa época, tem início a discussão sobre quais programas e/ou projetos seriam mantidos, quais seriam desacelerados e quais seriam sustados. Aqui, novamente, tratava-se de desaquecer o ritmo de crescimento com vistas aos objetivos de estabilização interna e externa.

25 Cf. Geisel (dez. 1976), em pronunciamento à nação.

Paulo Davidoff Cruz

As políticas restritivas implementadas ao longo de 1976, cujo coroamento se dava com o anúncio da contenção dos gastos públicos, significavam o golpe de misericórdia no projeto do Brasil-potência consubstanciado no II PND. Na verdade, o fracasso do plano já vinha se manifestando à medida que a maturação de vários projetos da indústria de bens de capital não vinha acompanhada de uma política que garantisse níveis suficientes e estáveis de demanda por parte das estatais. O anúncio de contenção de gasto, mesmo que não implicasse – como de fato não implicou naquele momento – corte real do investimento estatal, tinha um impacto fortemente desestabilizador sobre a indústria de bens de capital, principalmente se se levar em conta a conjuntura de acirrada concorrência vivida pelo setor.

Simultaneamente, as políticas antiinflacionárias faziam com que o financiamento dos grandes projetos estatais nas áreas de insumos básicos e de infra-estrutura ficasse, cada vez mais, na dependência da obtenção de recursos no exterior. Tais políticas, por uma parte, comprimiam a capacidade de autofinanciamento das empresas estatais via fixação de tetos inferiores à inflação para reajuste de preços e tarifas de bens e serviços públicos. Por outra, implicavam maior disputa quanto aos recursos fiscais destinados aos diferentes programas. Em contrapartida, a busca de recursos no exterior por parte das estatais tinha, como será discutido mais à frente, a grande vantagem de operar como instrumento de ajuste do balanço de pagamentos numa conjuntura de relativa retração das captações privadas. A recomposição das fontes de financiamento a favor dos recursos externos tinha, por sua vez, importantes reflexos sobre a política de compra das empresas estatais, que, como será discutido no Capítulo 3, passaram a receber maiores quantidades de *supplier's credits*, muitos dos quais em detrimento da indústria doméstica de bens de capital. Nesse quadro, tornava-se claro o

Dívida externa e política econômica

rompimento da principal articulação prevista no II PND: não só os grandes projetos públicos nas áreas de insumos básicos e de infraestrutura começavam a ser postos em xeque como, principalmente, deixavam de viabilizar o “salto” do setor de bens de capital. Por essa época estava patente que havia fracassado o intento de alçar, até o final da década, a economia brasileira ao rol das economias capitalistas plenamente desenvolvidas.

O abandono da “estratégia desenvolvimentista” e a prevalência das políticas restritivas tiveram, por sua vez, importantes desdobramentos ao longo do período. Em primeiro lugar, a busca do equilíbrio na balança comercial combinada com os fortes estímulos à captação pública e privada de recursos externos – num momento de novo transbordamento do euromercado – implicava persistente crescimento das reservas internacionais. Tal resultado, perseguido deliberadamente pelas autoridades governamentais nos marcos da “política de administração da dívida”, acarretava, contudo, forte pressão expansionista sobre a oferta monetária. A tentativa de neutralização desse efeito, via colocação massiva de títulos da dívida pública, elevava o piso e, a partir daí, todo o espectro de taxas de juros. A elevação sistemática da taxa de juros constituía, por sua parte, importante conduto de realimentação inflacionária. Em meio a esse processo aumentavam as pressões por crédito subsidiado que, uma vez concedido, constituía nova fonte de expansão monetária.²⁶

Em segundo lugar, e ainda como parte do mesmo processo, as políticas restritivas davam, como será discutido no Capítulo 3, um forte impulso à tendência de “estatização” da dívida externa brasileira. Tais políticas, por um lado, operavam como inibidoras das captações privadas ao sobreporem um clima de incerteza a um

²⁶ Sobre a “ciranda financeira” no período, ver Tavares & Belluzzo (1982). Ver, também, Silva (1981).

Paulo Davidoff Cruz

quadro de desaceleração do crescimento e de retração relativa das inversões privadas. Por outro lado, como visto, induziam as empresas estatais à tomada massiva de recursos externos, o que se revelava extremamente funcional quanto ao tão almejado ajuste do balanço de pagamentos. Nesse processo, o uso dos diferentes instrumentos de contenção monetária, inclusive da dívida interna, significava, em última instância, que o financiamento dos grandes projetos públicos se fazia mediante a mobilização de recursos domésticos numa triangulação que era justificada como desejável em face dos “objetivos maiores” do *front* externo e da necessidade de restaurar a credibilidade externa do país mediante o acúmulo de reservas cambiais e a melhoria do perfil da dívida.

As medidas restritivas e a busca do equilíbrio do balanço de pagamentos

A mudança de enfoque em relação ao setor externo manifesta-se já em dezembro de 1975, quando são adotadas diferentes medidas de contenção direta das importações, dentre as quais se destacam:

- (1) elevação do prazo – de 180 para 360 dias – e ampliação da lista de produtos atingidos pelo recolhimento compulsório de 100% do valor FOB da importação;
- (2) redução não mais de 15, como antes anunciado, mas de 25% sobre os valores de 1975, das importações a serem realizadas por órgãos governamentais em 1976.

“Essa busca do equilíbrio levou o governo a tomar o vasto elenco de medidas, recentemente anunciado, de estímulo às exportações e de freio às importações. Entre esses últimos, dois merecem especial destaque: a redução de 25% no orçamento das compras governamentais no exterior e a extensão do prazo e da lista de importações sujeitas ao recolhimento

Dívida externa e política econômica

restituível de 100%. Trata-se, inegavelmente, de medidas de aperto para os importadores. Foram, ainda, medidas suficientemente fortes para dispensarem, no futuro, outras formas de contenção (...).²⁷

Ao mesmo tempo, o principal instrumento de combate aos desequilíbrios externos segundo a nova concepção – política monetária restritiva – tomava forma já no orçamento monetário aprovado para 1976.

“Várias medidas de curto prazo encontram-se em curso com o objetivo de acelerar o combate à inflação e o de apressar o reequilíbrio da balança comercial. A política monetária necessariamente deverá ocupar o fulcro do sistema, e neste sentido o orçamento monetário recentemente aprovado prevê, para 1976, uma taxa de expansão dos meios de pagamentos de 25%, que é a menor dos últimos dez anos. E, mais importante, o CMN passou a dispor de todos os instrumentos necessários para impor a estrita execução do orçamento monetário.”²⁸

Ao nível do discurso oficial, as anunciadas políticas restritivas vinham acompanhadas de uma clara subordinação dos objetivos de crescimento aos de estabilização.

“Certamente, o ajuste do balanço de pagamentos em 1976 está sendo programado à custa de medidas de contenção monetária e fiscal que não se conciliam com a maximização da taxa de crescimento a curto prazo” (Simonsen, mar. 1976).

Entretanto, transcorridos os meses iniciais de 1976, as contas externas brasileiras continuavam a apresentar um quadro nada animador: as importações permaneciam em níveis elevados, enquanto as exportações não mostravam qualquer sinal de recuperação mais vigorosa. O discurso oficial minimizava tal desempenho sob os argumentos de que não havia ainda decorrido o tempo necessário para que as medidas de contenção de importações

27 Cf. Simonsen (dez. 1975). *Economia brasileira: retrospecto de 1975 e possibilidades para 1976*, conferência pronunciada na Federação Nacional dos Bancos.

28 Cf. Simonsen (mar. 1976). *Brasil e suas perspectivas econômicas*, pronunciamento no Simpósio Sobre Aspectos Atuais da Economia Brasileira promovido pelo *Financial Times*.

Paulo Davidoff Cruz

surtissem os efeitos desejados e de que o comportamento das exportações era o esperado em função da conhecida sazonalidade das vendas externas. Mas, persistia o grave complicador: as reservas internacionais, que já estavam em níveis relativamente baixos em fins de 1975, continuavam a cair, ameaçando ultrapassar o limite mínimo de segurança equivalente a três meses de importação. Como agravante, as taxas mensais de inflação experimentavam forte aceleração no primeiro trimestre do ano, recolocando-as no centro das preocupações oficiais. A partir de então, e coerentemente com o novo enfoque de ajuste, são adotadas sucessivas medidas, nas esferas monetária e fiscal, visando assegurar as metas fixadas no orçamento monetário e conter a demanda global.

Assim, um primeiro “pacote monetário” é anunciado em abril de 1976, compreendendo, principalmente, a elevação no recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais de 27 para 33% (Resolução n. 375) e o disciplinamento das operações com cartas de recompra (Resolução n. 366) que, no entender das autoridades, vinham implicando a criação de quase-moeda, fraudando os esforços de contenção monetária. Simultaneamente (Resolução n. 367), as autoridades governamentais promoveram a liberação das taxas de aplicação e captação das financeiras e dos bancos de investimento, o que constituía importante passo na direção da liberação generalizada das taxas de juros. Em maio, novas medidas são anunciadas, dentre as quais se destaca a elevação da taxa de redesconto de liquidez de 22 para 28%. O objetivo comum dessas medidas era a elevação do custo do dinheiro, com vistas a conter a demanda global e, principalmente, a forçar a captação de recursos externos.

Em que pesem as várias medidas adotadas, os resultados logrados até meados do ano – tanto em relação ao balanço de pagamentos quanto em relação às taxas mensais de inflação –

Dívida externa e política econômica

estavam muito aquém daqueles perseguidos pelas autoridades governamentais. Segundo o discurso oficial, isso se devia aos desvios observados na execução do orçamento monetário, o que exigia a adoção de medidas corretivas. Em vista disso, um novo “pacote monetário”, anunciado em julho, previa mais uma elevação no recolhimento compulsório – agora de 33 para 35% (Resolução n. 382) – e impunha restrições ao crédito direto ao consumidor (Resolução n. 383). Além disso, sob a alegação de que era necessário coibir movimentos especulativos, foram adotadas várias medidas restritivas quanto ao uso dos recursos do Sistema Financeiro de Habitação.

Por meados do segundo semestre estava claro que não seria factível o equilíbrio da balança comercial em 1976. Contudo, as autoridades demonstravam algum alívio, pois, embora os resultados mensais das transações de mercadorias continuassem deficitários, a forte retomada das operações bancárias internacionais já propiciava a inflexão no comportamento das reservas cambiais. Nesse momento, o discurso oficial anunciava a transferência da meta de equilíbrio comercial para 1977 e de superávits para os anos seguintes, ao mesmo tempo em que recolocava o combate à inflação no centro de suas preocupações.²⁹ Simultaneamente, era reiterada a “política de desaquecimento” como instrumento de combate à inflação e de ajuste do balanço de pagamentos:

“Por certo numa época de concentração de esforços no combate à inflação é inevitável a perda de alguns pontos percentuais na taxa de crescimento. O desaquecimento da economia, por sua vez, ajuda o próprio ajuste do balanço de pagamentos” (Simonsen, set. 1976).

Pari passu ao discurso contencionista, novas medidas iam sendo tomadas, destacando-se, agora, a liberação da taxa de juros dos

²⁹ Cf. Simonsen (set. 1976). *Aspectos atuais da conjuntura brasileira*, conferência na Escola de Comando e Estado-Maior da Aeronáutica, Rio de Janeiro.

Paulo Davidoff Cruz

bancos comerciais, com o que se completava a extinção do tabelamento para todos os segmentos do sistema financeiro.

Os fracos resultados até então logrados no combate à inflação eram atribuídos, pelas autoridades governamentais, à existência de um *lag* de tempo necessário entre a aplicação das medidas de contenção monetária e a resposta dos preços. Mais ainda, segundo as autoridades, não só eram infundadas como tendenciosas as críticas de que a política monetária acabava provocando o agravamento do processo inflacionário pelo impacto que a elevação da taxa de juros exercia sobre os custos das empresas e pelo crescimento da dívida pública derivado da tentativa de neutralizar os efeitos expansionistas, sobre a oferta monetária, do crescimento das reservas internacionais.

“O ingrato no combate à inflação pelo desaquecimento monetário e fiscal é que ele combina medidas politicamente antipáticas com certos efeitos paradoxais que levam os menos avisados a duvidarem de sua eficiência (...). O mais sério, todavia, é que as medidas não surtem os efeitos imediatos, mas só se refletem sobre os preços após alguns meses de defasagem. Mais até, alguns efeitos de curto prazo, decorrentes de contra-reações do sistema, são aparentemente inflacionistas. As medidas, sendo antipáticas e não surtindo efeitos imediatos, geram uma reação psicológica natural: no meio tempo, um sem-número de comentaristas passa a atacar o monetarismo e a recomendar soluções estruturais (que nunca tiveram êxito em nenhuma parte do mundo), de cunho místico ou demagógico” (Simonsen, set. 1976).

Em fins de 1976, uma nova frente a ser atacada emerge com força no corpo do discurso oficial: o gasto público. Por época da elaboração do orçamento para 1977, torna-se evidente que a manutenção dos elevados níveis de inversão pública previstos no II PND era incompatível com a retórica de austeridade e com os objetivos de estabilização perseguidos.

Dívida externa e política econômica

“Para 1977, ante a necessidade de agir severamente no tocante à inflação e de se obter melhores resultados quanto ao balanço de pagamentos, o governo decidiu realizar contenção de seus investimentos.”³⁰

Isso significa que, além da redução de suas importações, o setor público daria sua contribuição aos objetivos estabilizadores – externos e internos –, mediante a revisão de seus programas/projetos de inversão. As autoridades procuravam conciliar a retórica da contenção do gasto público com o discurso desenvolvimentista do II PND através de duas proposições básicas: em primeiro lugar afirmavam que a contenção do gasto público não significava o abandono das metas do II PND, dado que o plano não previa metas quantitativas fixas e, em segundo, asseguravam que o núcleo do plano havia sido preservado.

“O II PND não se fixou em nenhuma taxa de crescimento e muito menos em 10% (...). Ano a ano a parte quantitativa do Plano é revista, para adaptação às perspectivas do ano, seja quanto ao nível dos investimentos, seja quanto ao quadro de indicadores econômicos e sociais.”³¹

Quanto ao núcleo básico do plano, afirmavam que “foi preservada a estratégia de médio prazo, consubstanciada no II PND, com o aumento dos investimentos em projetos de exportação, petróleo e insumos básicos (particularmente siderurgia) (...). Essas constituem, realmente, as prioridades das prioridades, significando que muitas coisas tiveram que ceder lugar.”³²

O desafoço cambial e a prioridade do combate à inflação

No início de 1977, fazendo tábula rasa da mudança de sinal verificada no mercado bancário internacional desde meados do ano

30 Cf. Velloso (out. 1976). *A opção econômica está certa*, pronunciamento na Escola de Guerra Naval, Rio de Janeiro.

31 Cf. Velloso (out. 1976).

32 Ver Velloso (nov. 1976). *A contenção nos investimentos governamentais*, discurso na Associação dos Bancos do Estado de São Paulo.

Paulo Davidoff Cruz

anterior, as autoridades anunciavam que as políticas restritivas já haviam produzido bons resultados no *front* externo.

“Essa recuperação das reservas ao nível anterior à crise do petróleo não foi obra do acaso, mas de medidas da política monetária adotadas no ano passado, bem como do bom desempenho das exportações, no segundo semestre de 1976.”³³

Ao mesmo tempo, o discurso oficial procurava mostrar que o fracasso na luta antiinflacionária nada mais era do que a face reversa do sucesso no *front* externo. Nessa linha, o estouro das metas do orçamento monetário de 1976 era atribuído à forte elevação das reservas internacionais, o que, no entender das autoridades, era uma opção mais do que justificável em face do quadro de relativa asfixia cambial. “Certamente valeu a pena elevarmos de 36,4% em vez de 25% os meios de pagamentos, em troca de mais US\$ 2,4 bilhões de reservas cambiais” (Simonsen, jan. 1977). Contudo, diziam as autoridades, essa opção tinha o custo de afrouxamento do combate à inflação.

As contas externas, que já haviam se beneficiado da recomposição das reservas cambiais, apresentam ao longo do primeiro semestre de 1977 resultados favoráveis também quanto à balança comercial. Tais resultados decorreram, sobretudo, da elevação dos preços internacionais de dois importantes produtos de exportação do país: café e soja. Além disso, contaram com relativa desaceleração das importações dos setores industriais mais fortemente afetados pela “política de desaquecimento”. Em tal conjuntura, era natural que as atenções do discurso oficial se voltassem para as taxas de inflação, que teimavam em permanecer em níveis elevados. O curioso é que, à medida que as políticas restritivas não apresentavam resultados satisfatórios quanto à

³³ Cf. Simonsen (jan. 1977). *Política monetária, reservas cambiais e exportações: desempenho em 1976 e diretrizes para 1977*, discurso proferido por ocasião de homenagem das classes produtoras.

Dívida externa e política econômica

inflação e que a explicação via *lag* de tempo começava a ser desmentida pelos fatos, o discurso oficial enveredava por novos caminhos, listando um enorme elenco de fatores inflacionários, com ênfase naqueles de custos e de realimentação.³⁴ A mudança de diagnóstico era assim justificada:

“Há um ano atrás nós tínhamos uma inflação só de demanda. Essa demanda já foi enxugada e hoje ela assume outras características, através de fatores autônomos, de custos e de realimentação. Eu não mudei de idéia; a inflação é que mudou em um ano.”³⁵

Em meio à tentativa de justificar os ainda elevados níveis inflacionários, retomava-se a explicação de que, dado o caráter contraditório de alguns dos instrumentos de política econômica, era inevitável o fracasso na busca da estabilidade dos preços internos quando a prioridade era o controle do balanço de pagamentos.³⁶ Contudo, diziam as autoridades, uma vez encaminhados os problemas externos, estava aberto o espaço para o *front* interno:

“A inflação é irritante mas o impasse externo seria mortal. Assim, enquanto não se clareavam os horizontes do balanço de pagamentos, era natural que os maiores esforços do governo se concentrassem em solucionar a intrincada equação externa. Hoje, com perspectivas bem mais favoráveis no balanço de pagamentos, podemos dirigir as reservas de energia para o combate à inflação” (Simonsen, jul. 1977).

A liquidez no mercado financeiro internacional abria espaço, por sua vez, para o revivescimento da retórica da “administração da dívida” e possibilitava, via aprofundamento da própria dívida, a melhoria do perfil e o fortalecimento das reservas internacionais. Por conta disso, em junho, as autoridades determinaram a elevação de 6 para 36 meses do prazo de carência dos empréstimos

34 Ver Simonsen (jul. 1977). *Balanço de pagamentos e inflação*, palestra proferida na Escola Superior de Guerra.

35 Ver Simonsen (mar. 1977), declaração à *Gazeta Mercantil*.

36 Cf. Simonsen (jul. 1977). *Balanço de pagamentos e inflação*, palestra proferida na Escola Superior de Guerra.

Paulo Davidoff Cruz

contratados no exterior (Conselho Monetário Nacional, 22 jun. 1977). Tal medida significava postergar para os anos 80 todos os compromissos de amortização assumidos a partir daquela data, o que tinha notórios efeitos sobre o perfil da dívida externa. O risco de que tal exigência viesse a dificultar novas captações praticamente inexistia, dados a extensão de prazos verificada nas operações bancárias internacionais e os elevados spreads que, em contrapartida, vinham sendo aceitos pelas autoridades governamentais.

Além da preocupação com o perfil da dívida, as autoridades trataram de implementar novas medidas indutoras da captação massiva de recursos no exterior. A esse respeito, convém ter presente que a “política de desaquecimento”, na forma como anunciada e perseguida pelas autoridades governamentais, tinha um impacto fortemente negativo sobre a pretendida tomada de recursos nas praças financeiras internacionais. Ao tirar o dinamismo do setor de bens de capital, num momento em que os duráveis de consumo já estavam em franca desaceleração, a “política de desaquecimento” tinha o efeito de provocar uma redução relativa na demanda por crédito exercida pelo setor privado, o que – a despeito do diferencial do custo do dinheiro – acabava por se refletir, também, na demanda por empréstimos externos.

Em vista disso, ainda em julho, é adotada uma importante medida de estímulo às captações diretas nos moldes da Lei n. 4131. Por disposição das autoridades econômicas (Resolução n. 432) ficava aberta a possibilidade de que as empresas tomadoras de empréstimos externos realizassem depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN, com prazo de carência para movimentação de 30 dias. Durante o período do depósito, à semelhança da sistemática antes implantada para depósitos de agentes repassadores de operações via Resolução n. 63, o BACEN assumia o risco de

Dívida externa e política econômica

câmbio e os encargos devidos ao credor externo. Tal sistemática representava, antes de tudo, uma garantia contra eventuais modificações na política cambial, desde que houvesse alguma previsibilidade quanto às modificações. Além disso, praticamente, constituía uma conta corrente remunerada para as empresas tomadoras de recursos externos.

As empresas estatais, por sua parte, que já vinham sendo induzidas à captação de recursos no exterior via achatamento de preços e tarifas e via “contenção fiscal”, recebem novo impulso em direção ao mercado externo. Assim, em setembro (Resolução n. 445), o BACEN limita em 8% sobre o total das aplicações dos bancos de investimento em moeda nacional os empréstimos para entidades controladas direta ou indiretamente pelo poder público. Mais ainda, por resolução presidencial de 28 de setembro de 1977, ficavam os ministérios proibidos de recorrer ao sistema financeiro privado interno para financiar programas de investimentos de órgãos e empresas a eles subordinados, sem autorização da SEPLAN. Os crescentes obstáculos à tomada de recursos junto às fontes domésticas de financiamento tinham, como contrapartida, a desejada intensificação das tomadas junto ao sistema bancário internacional. Por essa época, as captações do setor público crescem significativamente, dando forte avanço na direção da “estatização” da dívida externa brasileira e contribuindo para o rápido incremento das reservas cambiais do país.

No início de 1978, as autoridades governamentais promoviam um balanço dos resultados do ano anterior e anunciavam as previsões para o ano em curso. Em relação a 1977, as autoridades afirmavam que, se bem ainda permanecessem “as cicatrizes deixadas pela crise do petróleo”, os resultados “confirmam o acerto da estratégia da política econômica”, especialmente no que toca ao setor externo.

Paulo Davidoff Cruz

“A balança comercial, pela primeira vez desde a crise do petróleo, apresentou um superávit de US\$ 139 milhões em flagrante contraste com os 4,6 bilhões de déficit em 1974. (...) As reservas internacionais alcançaram o máximo histórico de US\$ 7,2 bilhões. E a dívida externa líquida cresceu em percentual substancialmente inferior ao do aumento das exportações.”³⁷

Quanto à inflação, os resultados, segundo as autoridades, ainda eram insuficientes, mas já mostravam algum progresso.

“Os 38,8% de aumento do Índice Geral de Preços registrados em 1977 estão longe de representar uma taxa de inflação aceitável pela sociedade brasileira. Mas, é importante notar que, comparativamente aos 46,3% de 1976, foram 7,5% de progresso...” (Simonsen, jan. 1978).

Quanto às diretrizes para 1978, as autoridades afirmavam que “é preciso, em primeiro lugar, prosseguir com denodo na política antiinflacionária, cujos primeiros resultados começaram a ser observados a partir de junho do ano passado” (Simonsen, jan. 1978). Especificamente em relação à política monetária, afirmavam que “o orçamento monetário aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, embora esteja longe de sugerir qualquer tratamento de choque, indica que 1978 será ano de crédito controlado sob medida, particularmente nas linhas subsidiadas.”³⁸ Em relação ao setor externo, a diretriz era caminhar rapidamente no sentido de eliminar o “hiato de recursos” através da obtenção de um “expressivo aumento do superávit comercial.”³⁹

Ao final do primeiro semestre, as autoridades anunciavam que os objetivos em relação à balança comercial dificilmente seriam atingidos, dado que, além da queda de preços no mercado

37 Cf. Simonsen (jan. 1978). *O desafio do crescimento: realizações e expectativas*, Encontro de Confraternização das Classes Empresariais, Rio de Janeiro.

38 Ver Simonsen (jan. 1978). *Economia brasileira: perspectivas a curto e a médio prazo*, Palácio das Convenções do Anhembi, São Paulo.

39 Cf. Simonsen (jan. 1978). *O desafio do crescimento: realizações e expectativas*, encontro de confraternização das Classes Empresariais, Rio de Janeiro.

Dívida externa e política econômica

internacional, as exportações brasileiras seriam afetadas pela forte seca que havia assolado a região Centro-Sul do país.⁴⁰ Em relação à inflação, as perspectivas mantinham-se otimistas:

“apesar dos riscos da futurologia em matéria de inflação, é de se prever que ao final do ano passemos a exibir uma razoável melhoria da inflação, em relação a 1977, sobretudo nos índices que mais interessam à população: os do custo de vida” (Simonsen, maio 1978).

Os rumos da política monetária, por seu turno, não diferiam significativamente daqueles observados nos anos anteriores, persistindo a tentativa de manter a expansão dos meios de pagamento nos limites impostos pelo orçamento monetário. Nesse sentido, especial atenção era dedicada às contas cambiais, de vez que a disponibilidade de crédito no mercado bancário internacional – devidamente “usufruída” em face dos estímulos para captações públicas e privadas – provocava um crescimento contínuo e desproporcionado das reservas cambiais do país, alimentando, por essa via, o circuito especulativo da ciranda financeira. Segundo as autoridades, apenas no primeiro semestre, o país praticamente já havia captado uma quantidade de recursos equivalente às necessidades do ano todo.⁴¹ Em vista disso, em junho, o Conselho Monetário Nacional congelou, por 30 dias, os empréstimos externos através de seu contravalor em cruzeiros depositado no Banco Central. No mês seguinte, o prazo de congelamento foi prorrogado por mais 90 dias. As autoridades pareciam realmente confiar no estancamento do fluxo de empréstimos externos, pois afirmavam que deixariam, como herança para o próximo governo, o “saudável volume de reservas cambiais da ordem de US\$ 8 bilhões”, que era o nível já atingido por aquela época.⁴²

40 Ver Simonsen (maio 1978). *O crescimento econômico e seus fatores limitativos*, Escola Superior de Guerra, Rio de Janeiro.

41 Ver Lira (jul. 1978), declaração à revista *Exame*.

42 Cf. Simonsen (jun. 1978), declaração à *Revista Bancária Brasileira*.

Paulo Davidoff Cruz

O segundo semestre de 1978 vai ser marcado pela ausência de medidas mais significativas quanto ao setor externo – persiste nesse período um forte superávit global do balanço de pagamentos – e pela retomada do discurso otimista em relação à eliminação do “hiato de recursos”. O dado novo do período é o reconhecimento, por parte das autoridades governamentais, da necessidade de reformulação da política de incentivo às exportações em face das negociações internacionais que se realizavam ao nível do GATT. As autoridades argumentavam que era melhor para o país submeter-se a uma lei comum do comércio internacional – mesmo que à custa de “ajustes graduais” na política de incentivos – do que ficar exposto à legislação restritiva de cada país. Argumentavam, ainda, que os “ajustes” quanto aos incentivos seriam compensados pela política cambial via aceleração das minidesvalorizações, respeitados os objetivos de estimular as exportações sem frear a captação de recursos externos e sem provocar o agravamento da inflação interna.⁴³

Em setembro/outubro, em suas andanças internacionais e tendo como principal interlocutor a comunidade bancária internacional, as autoridades governamentais insistiam em transmitir um extraordinário otimismo quanto ao desempenho do setor externo, particularmente da balança comercial. Após alertarem que os resultados de 1978 eram atípicos – em face da seca da região Centro-Sul –, as autoridades afirmavam que “eliminar o hiato de recursos, por sua vez, não parece tarefa difícil no caso brasileiro. (...) Parece, assim, bastante modesto o objetivo de eliminar o hiato de recursos em 1980.”⁴⁴ Ou, ainda, “na medida em que se reduza a zero o chamado ‘hiato de recursos’, realmente só se estará

43 Ver Simonsen (jul. 1978). *A lógica da política de exportações*, pronunciamento no IV Encontro Nacional de Exportadores.

44 Cf. Simonsen (out. 1978). *Pagamentos internacionais e endividamento externo* – Confederação Italiana da Indústria, Roma.

Dívida externa e política econômica

recebendo poupança estrangeira para pagar o rendimento da poupança anteriormente recebida. Este é um quadro que parece facilmente contornável”.⁴⁵ Na verdade, a perspectiva aventada pelas autoridades era mais ambiciosa ainda, pois, em seu discurso, chegavam a admitir a hipótese de “hiatos” positivos já a partir de 1980.⁴⁶

O discurso para o público doméstico enfatizava, por sua parte, o exame das relações entre inflação, política monetária e taxa de juros. Após relembrar a importância estratégica da política monetária na regulação da demanda global e, por essa via, no combate à inflação, o discurso oficial tentava, mais uma vez, defender a política monetária-fiscal que mantinha a taxa de juros em patamar significativamente elevado.

“Não creio que essas indagações nos devam levar ao conformismo com as atuais taxas de juros, que o bom senso classifica como bastante elevadas para aqueles que não partilham das benesses do crédito subsidiado. Mas estou certo de que a maioria daqueles que se preocupam com o custo do dinheiro recomendam a terapêutica errada. Parece-me que a maioria dos comentaristas deseja, ao mesmo tempo, menores juros e menores taxas de expansão monetária. Isso só é conciliável baixando aquilo que Wicksell classifica como a taxa natural de juros.”⁴⁷

Após afirmar que o fundamental para a discussão era a determinação da taxa de juros no segmento livre do mercado – onde a fonte de recursos mais importante deriva de depósitos a prazo e letras de câmbio – as autoridades procuravam mostrar que, para esse segmento, havia um piso para a captação representado pela taxa das LTN.

45 Ver Simonsen (1978), declaração à imprensa em Washington. Conferir em Revista Bancária Brasileira, n. 549, set. 1978.

46 Ver, por exemplo, Simonsen (out. 1978). *Pagamentos internacionais e endividamento externo*.

47 Cf. Simonsen (out. 1978). *Moeda, juros e inflação*, palestra proferida no BACEN.

Paulo Davidoff Cruz

“Como as LTN’s têm enorme liquidez, curto prazo e absoluta garantia, é impossível captar depósitos a prazo a taxas menores. Acresce que os depósitos a prazo e letras de câmbio recolhem uma percentagem de imposto de renda na fonte que não incide sobre as LTN’s. Tabelar os juros, por conseguinte, só é possível tabelando depósitos a prazo; tabelar depósitos a prazo, por sua vez, depende de tabelar as LTN’s. E, tabelando LTN’s é impossível controlar a expansão monetária, pois um de seus instrumentos essenciais, a política de *open market*, torna-se inteiramente passiva” (Simonsen, out. 1978).

O que as autoridades governamentais deixavam de assinalar é que as elevadas taxas de juros, longe de viabilizarem a efetividade da política monetária, acabavam dando sustentação ao enorme movimento especulativo conhecido como a ciranda financeira.

O final de 1978 foi caracterizado – como já se tornara praxe nos anos anteriores – pela adoção de medidas “emergenciais” visando minimizar os estouros do orçamento monetário. A preocupação central ainda era com o comportamento das reservas cambiais, que, a despeito das medidas restritivas de meados do ano, continuavam a crescer aceleradamente. Por conta disso, o “pacote monetário” de novembro previa o parcelamento, em três vezes, da liberação dos financiamentos externos retidos pelo BACEN, vencido o prazo de congelamento de 150 dias (Resolução n. 497) ao mesmo tempo em que aumentava de cinco para oito anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos tomados no exterior e de oito para dez anos o prazo mínimo para fins do benefício pecuniário (Resolução n. 498). Tais medidas eram acompanhadas da promessa de controle dos empréstimos externos das empresas estatais. Nesse mesmo pacote, eram impostos tetos para as operações a preço fixo praticadas pelos bancos comerciais e de investimento (Resolução n. 499) além de cortes nos empréstimos do Banco do Brasil.

Em dezembro, ao realizarem um balanço sobre os resultados de 1978 quanto às contas externas, as autoridades afirmavam que,

Dívida externa e política econômica

“de um lado, ao fechar-se 1978 com um nível de reservas na casa dos US\$ 12 bilhões, estamos dando ao governo Figueiredo uma grande margem de manobra no decorrer de 1979, mas, ao mesmo tempo, este elevado índice pressionou a expansão dos meios de pagamentos e a própria taxa de inflação”.⁴⁸ Na verdade, dado o segundo movimento de “transbordamento” do euromercado, as reservas cambiais brasileiras cresceram excessivamente, atingindo um patamar muito superior àquele previsto pelas autoridades governamentais. A tentativa de neutralizar o efeito expansionista através da colocação de Letras do Tesouro só fazia por aumentar a taxa de juros, acelerar a inflação e conduzir a maiores tomadas de recursos externos, o que resultava na realimentação de todo o processo.

A mudança de governo e o aprofundamento das políticas restritivas

A mudança de governo ocorrida no início de 1979 veio acompanhada da proposição de que, uma vez unificado o comando da política econômica – através dos amplos poderes agora atribuídos à pasta do Planejamento –, seria possível aprofundar e conferir maior efetividade às “políticas restritivas” que vinham sendo perseguidas desde 1976. Na avaliação oficial, a prioridade continuava sendo o combate à inflação, de vez que o setor externo estava sob controle. Para as autoridades, as políticas de ajuste do balanço de pagamentos haviam sido bem-sucedidas – o déficit comercial de 1978 era apenas um ponto fora da tendência, de eliminação do “hiato de recursos”, em função dos azares da natureza – enquanto o elevado nível das reservas, além de

⁴⁸ Cf. Velloso (21 dez. 1978), declaração à imprensa. Ver Revista Bancária Brasileira, n. 552, dez. 1978.

Paulo Davidoff Cruz

demonstrar a excelente credibilidade do país junto aos bancos internacionais, possibilitava vários graus de liberdade à condução da política econômica.

O propósito governamental de reordenar os instrumentos de política monetária ficava claro já em março, por época da divulgação do documento de diretrizes da área de Planejamento, agora ocupada pelo antigo titular da Fazenda. Nesse documento, era anunciada uma reforma, a vigorar a partir de 1981, que tinha como núcleo a especialização financeira, com o BACEN deixando de desempenhar funções de fomento e com o Banco do Brasil perdendo suas funções de autoridade monetária. Simultaneamente, eram declarados a intenção de unificar os orçamentos públicos – com os encargos da dívida interna passando a ser incluídos nas despesas orçamentárias da União – e o intuito de reduzir progressivamente os subsídios creditícios.

O dado novo da retórica oficial é que a recuperação da efetividade da política econômica possibilitaria o exercício das políticas restritivas com a concomitante redução da taxa de juros. Isso porque a unificação dos orçamentos permitiria que a diferença entre resgates e emissões de títulos fosse coberta com recursos fiscais originários de cortes no gasto público. Tal política, associada à redução dos subsídios creditícios, aliviaria a pressão sobre os títulos do Tesouro, conduzindo à redução da taxa de juros. Completando essa “estratégia” estavam as medidas do final de 1978 destinadas a conter o acúmulo de reservas cambiais, outra importante fonte de expansão da dívida pública interna.

Antes mesmo da mudança de governo, várias medidas foram anunciadas, antecipando o aprofundamento das políticas restritivas. Dentre estas, as mais importantes consubstanciavam-se na redução do orçamento das empresas estatais (em relação àquele aprovado no

Dívida externa e política econômica

final do ano anterior) e na limitação dos gastos orçamentários dos ministérios. Paralelamente, e como resposta aos acordos firmados ao nível do GATT, as autoridades anunciavam a eliminação gradual dos subsídios à exportação e a aceleração compensatória das desvalorizações cambiais. À mesma época, e num primeiro movimento buscando desacelerar o crescimento da indústria automobilística – que havia apresentado elevada taxa no ano anterior – era reduzido de 24 para 18 meses o prazo de financiamento dos veículos automotores. Mas as medidas restritivas não paravam aí. Ainda em março, pouco antes da posse do novo governo, as autoridades econômicas reduziram de 18 para 12 meses o prazo do crédito ao consumidor (exceto para veículos) dirigindo as baterias do desaquecimento para o setor de eletrodomésticos. Ao mesmo tempo, as autoridades restringiram a tomada de crédito das estatais no mercado doméstico, impondo o percentual obrigatório de 50% das operações dos bancos comerciais para as empresas de capital nacional, reservando os 50% restantes às empresas estrangeiras e às empresas estatais.

Contudo, em abril, quando divulgados os dados do primeiro trimestre do ano, ficava evidente que as medidas adotadas estavam longe de assegurar os resultados desejados. Por uma parte, o índice inflacionário de março atingia o nível “alarmante” de 5,8%, enquanto, por outra, a tentativa de frear o ingresso de recursos externos mostrava-se insuficiente principalmente por causa das captações diretas efetuadas pelas empresas estatais e das captações para repasse realizadas pelas instituições financeiras. Em vista disso, as autoridades anunciavam um novo pacote antiinflacionário que atuaria tanto através do desaquecimento da demanda como via redução da taxa de juros. Textualmente, as autoridades afirmavam que “as medidas antiinflacionárias integrantes do pacote têm como objetivo principal um maior resfriamento das atividades econômicas

Paulo Davidoff Cruz

e a redução da taxa de juros, via redução das taxas das LTN's e não através do tabelamento das taxas de juros.”⁴⁹

Dentro dessa ótica, as medidas mais significativas eram:

- (1) imposição do limite máximo de 30%, sobre o preço à vista, da parcela financiada nas vendas a prazo;
- (2) proibição da emissão de CDB pelos bancos comerciais;
- (3) elevação de 180 para 360 dias do prazo mínimo dos depósitos a prazo;
- (4) “acordo de cavalheiros” com os banqueiros visando limitar a taxa de desconto das duplicatas. Além das medidas citadas, as autoridades governamentais anunciavam o propósito de exercer rigoroso controle de preços e margens de lucro, inclusive das empresas estatais. Simultaneamente, e uma vez que as medidas do final de 1978 não surtiram os efeitos desejados, as autoridades econômicas impuseram um virtual bloqueio ao crédito externo através do congelamento de 50% do contravalor em cruzeiros até a data das amortizações, assumindo o BACEN apenas a correção cambial. Os 50% restantes ficavam sujeitos ao esquema anterior, ou seja, congelamento por 150 dias com posterior liberação parcelada de 20, 40 e 40% dos 30, 60 e 90 dias respectivamente.

Em maio, era anunciado outro conjunto de medidas que aprofundava aquelas tomadas em abril (CMN, 16.5.79). Em primeiro lugar, impunha-se mais um corte no orçamento de capital das empresas estatais, ao mesmo tempo em que eram definidas novas restrições à tomada de crédito por parte de tais empresas junto ao mercado doméstico (agora, tais operações dependiam de autorização prévia do CMN). Buscava-se, por essa via, apressar o desaquecimento e atenuar as pressões sobre o crédito doméstico e

⁴⁹ Cf. Simonsen (19 abr. 1979), declaração à imprensa. Ver *Gazeta Mercantil*, 20 abr. 1979.

Dívida externa e política econômica

sobre a taxa de juros. Em segundo lugar, as autoridades reduziram de 18 para 12 meses o prazo de financiamento dos veículos automotores. “Afinal, todos reclamaram que o pacote antiinflacionário de abril não atingia os automóveis. Aí está.”⁵⁰

Por meados do ano, as autoridades econômicas, após constatar que os resultados do primeiro semestre estavam muito aquém do desejado, traçavam um quadro nada animador para o restante do ano. Assim, por exemplo, depois de examinar os estouros quanto à expansão dos meios de pagamento ocorridos no primeiro semestre, as autoridades indicavam a necessidade de uma forte contração da liquidez real para assegurar a consecução das metas do orçamento monetário:

“Diante desse panorama, reduzir-se a expansão anual dos meios de pagamento e dos empréstimos dos bancos comerciais dos níveis de 48,7% e 59,6%, respectivamente, atingidos ao final de junho (período de 12 meses), para os percentuais previstos no orçamento monetário de 30% e 40%, em cada caso, até o final do ano, torna-se tarefa bastante problemática e incerta, ainda que realizados os cortes necessários nas aplicações das autoridades monetárias.”⁵¹

O mesmo documento, após estimar que a oferta de moeda teria de se expandir em apenas 12,2% no segundo semestre, para atingir a meta anual de 30%, afirmava que tal crescimento “... implicaria uma sensível redução na liquidez real do sistema nos próximos meses (...) justamente num período em que mais se acentua a demanda por moeda e crédito pelos agentes econômicos.”⁵² Curiosamente, o documento não era conclusivo quanto ao encaminhamento efetivo da política monetária para o segundo semestre.

50 Cf. Simonsen (16 maio 1979), declarações à imprensa. Ver *Gazeta Mercantil*, 17 maio 1979.

51 Cf. Conselho Monetário Nacional (20 jul. 1979).

52 Ver Conselho Monetário Nacional (20 jul. 1979).

Paulo Davidoff Cruz

Além dos impasses relativos à política monetária, as questões do balanço de pagamentos, que durante algum tempo estiveram em posição secundária no discurso oficial, voltavam ao centro das atenções. Por essa época, já não havia qualquer ilusão quanto à possibilidade de obtenção do superávit de US\$ 500 milhões previsto para a balança comercial no início do ano. O déficit acumulado nos seis primeiros meses do ano já alcançava a cifra de US\$ 600 milhões e, o que era pior, com tendências a se agravar principalmente em função das sucessivas elevações do preço do petróleo no mercado internacional. Paralelamente, a conta de serviços começava a sofrer o forte impacto da elevação da taxa de juros no mercado financeiro internacional. Quanto às reservas cambiais, a queima já havia atingido o nível de US\$ 2 bilhões, impondo a necessidade de afrouxamento do bloqueio à contratação de novos empréstimos externos.

Do exposto, é fácil perceber que o quadro configurado por meados de 1979 evidenciava, em primeiro lugar, a distância quanto à consecução das metas de eliminação do “hiato de recursos” (ou de obtenção de “hiatos” positivos). Pelo contrário, retornava-se a uma conjuntura de expressivos déficits comerciais. Mais ainda, verificava-se que o componente financeiro dos desequilíbrios externos começava a mostrar sua face desestabilizadora. As taxas básicas de juros praticadas no mercado financeiro internacional já atingiam patamares bastante superiores aos dos anos anteriores, agravando os resultados globais do balanço de pagamentos. Em segundo lugar, a tentativa de frear o ritmo inflacionário através de “políticas restritivas” fracassava pelo quarto ano consecutivo. No início, as autoridades afirmavam que as medidas demandavam algum tempo para que pudessem surtir os efeitos desejados; depois, quando o “excesso de demanda já havia sido eliminado”, surgiram os fatores de realimentação; em seguida, a responsabilidade pelos

Dívida externa e política econômica

insucessos passou a ser atribuída aos azares da natureza e aos eventos do Oriente Médio. Em que pesem as diversas justificativas, o fato é que as políticas restritivas vinham sofrendo um progressivo aprofundamento ao longo do tempo, aproximando-se, agora, da “terapia de choque”. Ressoava com força, por essa época, a advertência das autoridades de que, caso as medidas do “pacote de abril” não surtisser os efeitos almejados, só restaria um remédio: “aplicar a mesma dosagem que foi aplicada em 1965, quando o produto industrial caiu 5%.”⁵³ Contudo, o “tratamento de choque”, nesse momento, não passou de ameaça, seguindo-se uma mudança no comando e na orientação da política econômica.

O “ensaio heterodoxo” e a política recessiva

A mudança no comando da política econômica, ocorrida em agosto de 1979, foi marcada por uma guinada radical no discurso oficial: da retórica da recessão, se passava à exaltação do crescimento como a panacéia para todos os males brasileiros. Ao tomar posse, declarava o novo ministro do Planejamento:

“Senhores, preparem seus arados e suas máquinas: nós vamos crescer (...). Nós temos que pôr um fim nesta mania de ficarmos enrustidos dentro das dificuldades, apresentando-as como desculpas para todos os problemas. Precisamos encarar as coisas com um espírito diferente: temos que crescer muito para superar nossas dificuldades. Temos que produzir mais alimentos, mais manufaturados. Temos que dar emprego para todos a fim de se esvaziarem as tensões sociais. (...) Nós vamos crescer aceleradamente ao mesmo tempo em que conseguiremos equilíbrio em nosso balanço de pagamentos e taxas de inflação decrescentes.”⁵⁴

⁵³ Ver Simonsen (abr. 1979), pronunciamento no Encontro Nacional de Empresa-Governo promovido pela revista Exame.

⁵⁴ Cf. Delfim Netto (1979), discurso de posse. Ver Gazeta Mercantil, 16 ago. 1979.

Paulo Davidoff Cruz

O novo discurso expansionista apoiava-se no suposto de que – à semelhança do período inicial do “milagre” – seria perfeitamente possível crescer utilizando as margens de capacidade ociosa existentes na indústria e na agricultura. Nesse sentido, o crescimento apresentava-se como potencialmente redutor de preços e não como exacerbador da inflação. O que restava efetivamente por equacionar era o impacto que o crescimento do produto acarretaria sobre as contas externas:

“Ora, no Brasil, a última coisa que existe é o pleno emprego. Está todo mundo desempregado ou subempregado. Temos campo para crescer, na agricultura e na indústria. O único elemento que restringe a nossa possibilidade de deslanchar é o balanço de pagamentos. É isso que precisamos eliminar.”⁵⁵

Quanto à inflação, além da proposição geral de que a reaceleração do crescimento contribuiria para conter o ritmo de aumento dos preços – seja pelo rebaixamento dos custos unitários industriais, seja pela abundância da oferta agrícola –, as autoridades apontavam a necessidade urgente de ajustes na área das finanças públicas, pois, na sua visão, o déficit público – incluídos aí os orçamentos fiscal, monetário e das empresas estatais – era o fator primeiro da continuada elevação dos preços:

“A causa básica da inflação é o déficit do governo; a inflação não é nenhum mistério, a inflação brasileira é a mais primitiva que se pode imaginar. Ela é bem conhecida, é o déficit do governo que precisa ser controlado...”⁵⁶

Fazendo uma crítica aberta à política econômica anterior, o discurso governamental apontava a “política do endividamento externo” – e o papel das estatais nessa política – como a principal responsável pelo déficit e, conseqüentemente, pela inflação:

55 Cf. Delfim Netto (1979), entrevista à revista *Exame*, 29 ago. 1979.

56 Ver Delfim Netto (1979), entrevista ao jornal *O Estado de São Paulo*, 25 set. 1979.

Dívida externa e política econômica

“Tudo que tem déficit está fora do orçamento; e aí mandam tomar empréstimo externo. Uma empresa do governo que tem que manter um nível de investimento não compatível com a receita tributária, com a alocação de recursos via orçamento, costuma buscar US\$ 200 milhões lá fora. O que é isso? É déficit puro e simples. E financiado de que forma? Da forma mais primitiva possível: pela impressão de papel-moeda para financiar o déficit. (...) Então, aconteceu que foi montado um sistema perverso: você financia tudo através do déficit e esse déficit não aparece. Como estava com dificuldades para o balanço de pagamentos, tinha de tomar muito dólar lá fora, etc. Assim, o governo acabou facilitando. Você não ajusta a tarifa de energia elétrica mas toma empréstimo em dólar. Você não ajusta a tarifa da rede ferroviária, mas toma empréstimo em dólar. Essa é uma forma primitiva de financiar o déficit” (Delfim Netto, 25 set. 1979).

Avançando a crítica em relação à administração anterior, o discurso oficial identificava a enorme massa de subsídios – diretos e indiretos – como outro importante foco do déficit do governo. Após apontar alguns exemplos de subsídios ao consumo, as autoridades afirmavam que “não há como manter um sistema funcionando com tais subsídios, a não ser que se decidisse fazer um aumento enorme de tributação e fazer uma transferência para essas contas. Mas, é óbvio que a tributação vai ser em cima de nós mesmos. Isso é um volume de subsídios que nem o governo aguenta, muito menos a sociedade” (Delfim Netto, 25 set. 1979). Por fim, as autoridades voltavam sua atenção para a dívida pública e, mais especificamente, para a total impossibilidade da prática da política monetária, dados o péssimo perfil e o elevadíssimo giro dos títulos do Tesouro:

“O que está faltando, agora, é criar de novo condições para transformar a dívida interna de curto prazo em dívida interna de longo prazo (...). Nós vamos dar ao título de cinco anos as vantagens adequadas para que o sujeito compre esse papel. Essa dívida está uma loucura. Toda a dívida interna do Tesouro está girando totalmente a cada 1,7 dia... É possível manter isso?” (Delfim Netto, 25 set. 1979).

Paulo Davidoff Cruz

Tendo em vista o “saneamento” das finanças públicas, o discurso governamental apontava três linhas principais de ação: atualização da capacidade de autofinanciamento e controle rigoroso dos gastos das empresas estatais; eliminação progressiva dos diferentes tipos de subsídios – primeiro os da indústria e depois os da agricultura – e implantação de reforma tributária com ênfase na taxação dos ganhos de capital. Evidentemente, num primeiro momento, tais ajustes teriam um impacto altamente inflacionário. Contudo, essa “inflação corretiva” era vista como indispensável para corrigir a estrutura de preços relativos – fortemente distorcida pelas políticas postas em prática nos anos anteriores – e para criar as condições básicas de um crescimento posterior relativamente equilibrado. Nesse sentido, o segundo semestre de 1979 abrigaria os ajustes prévios – mesmo que à custa de maior aceleração inflacionária – para permitir a arrancada do crescimento com reversão das expectativas inflacionárias já em 1980.

A retórica em relação ao setor externo era, por sua vez, carregada de enorme otimismo, ignorando tanto o impacto que os sucessivos aumentos do preço do petróleo já provocavam sobre a economia mundial como os efeitos da nova conjuntura financeira internacional marcada por uma progressiva elevação das taxas básicas de juros praticadas nas operações bancárias internacionais. Tanto é assim, que as autoridades governamentais, lembrando novamente o período do “milagre”, afirmavam que “o modelo exportador poderá liberar o país do constrangimento do balanço de pagamento.” Para as autoridades, um novo “surto exportador” seria capaz de garantir superávits comerciais, viabilizando a reaceleração do crescimento com a concomitante eliminação do “hiato de recursos”, vale dizer, dispensando a contribuição de “poupanças externas”. A diferença fundamental em relação à retórica anterior é

Dívida externa e política econômica

que a eliminação do “hiato de recursos” se faria numa situação de aumento e não de contenção das importações:

“Eu não estou supondo um aumento de exportação sem o aumento de importação; o que eu estou supondo é um saldo positivo na balança comercial, em níveis mais altos (de comércio).”⁵⁷

A conjuntura internacional extremamente adversa, e radicalmente oposta à do início dos anos 70, em nada obstaculizava, segundo as autoridades, a estratégia exportadora, dado o diminuto peso do país no conjunto das trocas internacionais:

“É um infinitésimo; queremos aumentar US\$ 5 bilhões por ano, dos quais metade em produtos agrícolas e metade em produtos industriais. O comércio mundial está na ordem de US\$ 1 trilhão e, mesmo com recessão e tudo mais, cresce 3 a 4% ao ano, fisicamente. E ainda existe mais uma inflação em cima disso. Então o que estamos querendo crescer é um infinitésimo. Já mostramos que temos capacidade para isso. Depende só de ajudar a política interna.”⁵⁸

No contexto da nova estratégia para o setor externo – desde que eliminado (ou tornado positivo) o “hiato de recursos” – o endividamento externo não despertava maiores preocupações:

“Se crescermos rapidamente, não nos endividaremos mais nada. Fecharemos um pedacinho do buraco das contas correntes. Evidentemente que o endividamento é uma questão grave, mas bem controlado, bem distribuído no tempo, não há problemas. Se houvesse, os banqueiros não davam dinheiro.”⁵⁹

Supunha-se, por um lado, que o crescimento da dívida seria controlado, ficando praticamente circunscrito ao custo financeiro da própria dívida, e, por outro, que o sistema bancário internacional manteria a oferta de recursos necessários a tal processo.

57 Ver Delfim Netto (1979), entrevista ao jornal O Estado de São Paulo, 19 out. 1979.

58 Ver Delfim Netto (1979), entrevista ao jornal O Estado de São Paulo, 25 set. 1979.

59 Cf. Delfim Netto (1979), entrevista à revista Exame, 29 ago. 1979.

Paulo Davidoff Cruz

Quanto às novas tomadas de recursos externos, as autoridades pretendiam, em primeiro lugar, disciplinar o endividamento das empresas estatais, que, na sua opinião, além de constituir importante foco de pressão inflacionária, havia provocado um crescimento excessivo da dívida externa do país. As empresas estatais permaneceriam como o principal instrumento de *roll over* da dívida, só que sujeitas a rigoroso controle por parte das autoridades governamentais. Por outra parte, era manifestado o propósito de rever os mecanismos que, desde o final dos anos 60, estimulavam fortemente a tomada de capital de empréstimo em detrimento do ingresso de capital de risco. Num primeiro momento, seriam pensadas formas de transformar parte das dívidas contraídas por filiais de empresas internacionais – que nada mais eram do que investimento direto disfarçado – em capital de risco. Quanto a essa questão, assim se manifestavam as autoridades governamentais:

“É que a legislação favorece o endividamento. Então você tem capital registrado como empréstimo. Se você criar uma condição adequada, um pedaço disso se transformará realmente em capital. Portanto, acho que temos chance de, em dois ou três anos, reduzir dramaticamente a taxa de crescimento da dívida externa.”⁶⁰

A nova política econômica começou a ser implementada no segundo semestre de 1979 através da tentativa de reordenação dos diferentes instrumentos de política com vistas à execução da “estratégia heterodoxa”. Contudo, a experiência teve curta duração. Ao longo do primeiro semestre de 1980, quando as adversidades externas se manifestavam tanto pelo lado do comércio de mercadorias como pelo lado do movimento de capitais e quando a inflação já atingia a marca dos três dígitos, surgiam claros indícios de um progressivo abandono da estratégia inicial e de um retorno ao antigo “receituário ortodoxo”. No decorrer do segundo semestre,

60 Cf. Delfim Netto (1979), entrevista ao jornal O Estado de São Paulo, 25 set. 1979.

Dívida externa e política econômica

com o agravamento do quadro externo e em meio a crescentes pressões dos credores internacionais, a “tentativa heterodoxa” recebia seu golpe de misericórdia e era substituída por uma política de ajuste recessivo, inaugurando uma nova fase na história recente do endividamento externo do país.

A implementação da “estratégia heterodoxa”

De início, as preocupações oficiais voltaram-se para o disciplinamento do mercado financeiro, mais especificamente para a redução da taxa de juros, pois, para as autoridades, a redução do custo do dinheiro constituía condição prévia para a reaceleração do crescimento e para o combate à inflação. Mais ainda, o diferencial do custo do dinheiro deixava de ser, pelo menos ao nível do discurso, peça-chave na política do endividamento externo, já que as empresas internacionais seriam estimuladas a trazer capital de risco, enquanto as captações do setor público eram relativamente independentes do diferencial de custo e seriam realizadas, em boa parte, diretamente pelo Tesouro (no final de 1979 o Tesouro contratou um empréstimo jumbo de US\$ 1,2 bilhão). Além disso, o nível das reservas cambiais era relativamente elevado, o que conferia alguma flexibilidade à condução da política econômica.

Assim, logo em agosto, era imposto pelas autoridades governamentais um redutor de 10% sobre as taxas médias de juros das operações ativas dos bancos comerciais. Em seguida, e fazendo meia volta em relação ao “pacote de abril”, as autoridades reduziam de 360 para 180 dias o prazo mínimo dos certificados de depósitos bancários, sob o argumento de que menores prazos acarretariam menores taxas de juros. Ao mesmo tempo, e também invertendo o sinal em relação às medidas do primeiro semestre, era ampliado de 12 para 18 meses o prazo de financiamento de veículos automotores

Paulo Davidoff Cruz

(“não é possível parar a indústria automobilística”). Simultaneamente, era elevado o limite para pessoas físicas operarem no open market, o que representava, segundo as autoridades, o primeiro movimento na direção do disciplinamento desse mercado. Afora as medidas relativas à área financeira, as autoridades ensaiavam alguns passos em relação ao setor externo. Assim, e coerente com o propósito de reduzir os estímulos à captação de empréstimos externos vis-à-vis o ingresso de capital de risco, era reduzido de 85 para 50% o benefício de isenção, redução ou restituição do imposto de renda incidente sobre juros e comissões remetidos ao exterior. Por outra parte, era criado o Conselho Nacional de Comércio Exterior – CONCEX, órgão destinado a coordenar as políticas do novo “surto exportador”.

Por meados do segundo semestre de 1979, quando disparavam os índices mensais de preços, as atenções oficiais voltavam-se para a ordenação dos instrumentos da política antiinflacionária. Em primeiro lugar, era revigorada a política de controle direto de preços dos produtos industriais através da imposição de apenas dois reajustes anuais, sujeitos à comprovação de aumento de custos. Mais ainda, as margens de lucro líquido das empresas industriais passariam a ser reajustadas segundo o coeficiente das ORTN. Essa última determinação era assim justificada pelas autoridades:

“O empresário passará a combater com fervor as pressões de custos, pois sabe que só terá repasses em tempo determinado e limitado e, ainda, que perderá na margem de lucro pois à medida que a inflação cresce, o lucro crescerá menos, diminuindo na realidade. Só com a inflação menor é que os lucros serão maiores.”⁶¹

Simultaneamente, as autoridades lembravam que tal sistemática era perfeitamente coerente com a nova política salarial – de reajustes

⁶¹ Declarações de Julio César Martins, secretário executivo do CIP, em 18 de outubro de 1979. Ver Gazeta Mercantil, 19 out. 1979.

Dívida externa e política econômica

semestrais – que vigiria a partir de novembro (e que, segundo o discurso oficial, poria fim ao “descalabro salarial” imperante no país!).

O objeto seguinte da atenção das autoridades foi a área das finanças públicas, considerada crucial na política de combate à inflação. De saída, foi criada a Secretaria Especial de Controle das Empresas Estatais – SEST, que, vinculada ao Ministério do Planejamento, reuniria amplos poderes de controle sobre as fontes e os usos de recursos das empresas estatais. Em seguida, as autoridades promoviam expressivos reajustes nos preços dos derivados de petróleo – 58% para gasolina e querosene, e 38% para óleo diesel – e na tarifa de energia elétrica – 55% para todos os usos. Em que pese o violento “choque corretivo”, tais reajustes eram justificados como fundamentais para a recuperação da capacidade de autofinanciamento das empresas da área energética, o que vinha em resposta à diretriz de “saneamento das finanças públicas”. Paralelamente, eram introduzidas alterações na legislação do imposto de renda que, longe de configurar a anunciada reforma fiscal, procuravam apenas corrigir a queda de arrecadação provocada pela Lei das S/A. Por essa mesma época, através de novo “acordo de cavalheiros”, os bancos de investimento comprometiam-se a limitar em 9% a taxa de juros acima da correção monetária para certificados de depósitos bancários com correção pós-fixada na captação e a respeitar o limite máximo de 12% em suas operações ativas.

Contudo, em dezembro, em meio a uma conjuntura de crescentes dificuldades externas e de exacerbação inflacionária, as autoridades governamentais entendiam ser necessário avançar decisivamente na tentativa de adequar os instrumentos de política econômica aos propósitos da nova estratégia. Na verdade, o quadro externo revelava-se fortemente deteriorado, com a balança

Paulo Davidoff Cruz

comercial apresentando um déficit superior a US\$ 2 bilhões e com a conta de juros sofrendo substancial incremento em função da intensificação da escalada das taxas básicas de juros praticadas no mercado financeiro internacional. As reservas cambiais, por sua parte, experimentavam queda superior à originalmente prevista. Simultaneamente, e em grande medida decorrente da “inflação corretiva”, os índices de preços continuavam em ascensão. Nesse contexto, as autoridades deslanchavam um amplo conjunto de medidas visando encerrar o ciclo de ajustes e apressar os resultados em relação aos *fronts* interno e externo. O discurso que acompanhava o “pacote” afirmava que

“é estratégia consciente do governo realizar ainda este ano os ajustamentos fundamentais, absorvendo, inclusive, o ônus transitório de uma inflação corretiva e preparando o terreno para colher resultados mais definitivos, já ao longo do próximo ano. As medidas adotadas buscam harmonizar os instrumentos da política fiscal, monetária, cambial e salarial, com o objetivo de corrigir os desequilíbrios externos e internos, sem afetar a capacidade de crescimento da economia dentro de uma concepção gradualista, porém firme e coerente.”⁶²

O “pacote” contemplava:

- início do programa de redução dos subsídios creditícios, com a fixação do nível de 40% da correção monetária como a taxa mínima a ser praticada nos programas subsidiados;
- desvalorização cambial de 30%, após a qual voltava-se ao esquema anterior de minidesvalorizações segundo o diferencial entre as taxas de inflação doméstica e mundial;
- eliminação do depósito prévio sobre importações, criado em 1975 como instrumento de controle das importações;

62 Documento divulgado pelo Conselho Monetário Nacional (7 dez. 1979).

Dívida externa e política econômica

- redução do campo de abrangência da lei do similar nacional e revigoramento da política tarifária;
- criação do imposto de exportação, incidente sobre produtos primários;
- fixação de teto para as importações do setor público (exceto para os sistemas PETROBRÁS, SIDERBRÁS e ELETROBRÁS);
- congelamento dos recursos em moeda estrangeira depositados junto ao BACEN nos moldes da Resolução n. 432;
- eliminação da retenção de 50% do contravalor em cruzeiros dos empréstimos externos imposta em abril de 1979;
- redução da alíquota do imposto de renda incidente sobre a remessa de juros e comissões de 12,5% para 1,25%.⁶³

O “saneamento” das finanças públicas – condição prévia para o crescimento com estabilidade, segundo as autoridades – era o objetivo principal perseguido pelo elenco de medidas. Esse era o sentido do início da redução dos subsídios creditícios e do reforço da arrecadação fiscal através da eliminação dos créditos fiscais à exportação, da imposição do imposto de exportação sobre produtos primários e da imposição de tarifas aduaneiras substitutivas da lei do similar nacional. Em direção contrária, atuava a redução da alíquota do imposto de renda sobre juros e comissões decorrentes de empréstimos externos. Na estimativa das autoridades governamentais, o resultado líquido seria uma receita adicional da ordem de Cr\$ 100 bilhões:

“Todo esse arranjo aumentou a receita de forma muito importante (...). Não tenho uma estimativa precisa ainda, mas é um negócio muito perto de Cr\$ 100 bilhões.”⁶⁴

⁶³ Ver, a respeito, documento do Conselho Monetário Nacional (7 dez. 1979).

⁶⁴ Cf. Delfim Netto (1979), entrevista ao jornal Gazeta Mercantil, 14 dez. 1979.

Paulo Davidoff Cruz

Quanto ao *front* externo, a principal preocupação era adequar as práticas do comércio exterior brasileiro às regras internacionais, o que seria conseguido, principalmente, através da eliminação, em um só golpe, dos incentivos fiscais à exportação, medida que vinha sendo ensaiada desde o final de 1978. O reordenamento contemplava, ainda, a eliminação do depósito prévio sobre as importações e a “revogação” da lei do similar nacional. Daí para a frente, o controle das importações – e a defesa da indústria nacional – seria feito exclusivamente com base nas políticas cambial e fiscal. Tomadas no seu conjunto, as medidas relativas ao comércio exterior deveriam resultar em algum ganho nas exportações – principalmente em função da queda esperada das barreiras impostas à compra de manufaturados brasileiros – e em redução nas importações, notadamente por causa do corte nas importações do setor público.

Ainda em relação ao setor externo, dada a excessiva queima de reservas cambiais e dado que as autoridades já não manifestavam maiores esperanças em substituir, a curto prazo, capital de empréstimo por capital de risco, voltava-se a estimular a captação de empréstimos externos através da recomposição do diferencial do custo do dinheiro. Naquele momento, o diferencial estava fortemente comprometido em função do tabelamento interno dos juros, da forte desvalorização cambial e da elevação das taxas básicas internacionais. A novidade em relação às políticas anteriores é que o diferencial seria garantido através da redução do custo final dos empréstimos externos e não através da elevação da taxa de juros praticada no mercado doméstico. Esse o objetivo tanto da eliminação da retenção de 50% do contravalor em cruzeiros como da redução da alíquota do imposto de renda incidente sobre as remessas de juros e comissões.

Dívida externa e política econômica

É verdade que a maxidesvalorização do cruzeiro poderia, em contrapartida, frustrar as pretensões de estímulo às captações privadas, pois, ao quebrar as “regras do jogo” no tocante à política cambial, impunha expressiva perda às empresas endividadas. Entretanto, o mecanismo criado em 1977 através da Resolução n. 432 mostrava sua eficácia na proteção dos tomadores de empréstimos externos via Lei n. 4131. Com efeito, desde o início do ano, as empresas endividadas vinham se protegendo contra eventuais perdas de câmbio, mediante crescentes depósitos junto ao BACEN. Tal fenômeno, que já era claro a partir de abril – ocasião do pacote monetário e da aceleração das minidesvalorizações –, ganha intensidade a partir de agosto, época da mudança no comando da política econômica, quando a curva dos depósitos apresenta forte inflexão, demonstrando o aumento das especulações quanto a modificações na política cambial. O ápice desse movimento vai se dar em dezembro, quando da maxidesvalorização de 30%. Para os tomadores via Lei n. 4131 que não realizaram depósitos nos moldes da Resolução n. 432 e para os tomadores finais das operações de repasse via Resolução n. 63, foi aberta a alternativa de abater, ao longo de cinco anos, a perda de câmbio do lucro tributável, reduzindo, assim, o recolhimento do imposto de renda. Segundo as autoridades, tais tomadores poderiam “escriturar o que se pode chamar, entre aspas, de prejuízo de câmbio numa conta especial para, aos poucos, ir jogando esse prejuízo na conta de lucros e perdas ao ponto de ir ajustando o seu sistema. Simplesmente com isto o Tesouro paga, realmente, 40% destes prejuízos.”⁶⁵

O congelamento dos recursos depositados junto ao BACEN nos moldes da Resolução n. 432 objetivou, por sua vez, eliminar um mecanismo que, segundo as autoridades, era altamente perverso

⁶⁵ Ver Delfim Netto (1979), declarações à imprensa em 8 de dezembro de 1979. Ver jornal Folha de São Paulo, de 9 dez. 1979.

Paulo Davidoff Cruz

quanto à política monetária. Na verdade, desde a mudança no comando da política econômica, várias declarações oficiais apontavam a sistemática implantada pela Resolução n. 432 como potencialmente explosiva, principalmente numa conjuntura que combinava o tabelamento da taxa de juros com a aceleração das desvalorizações cambiais. Para as autoridades, a partir do momento que o volume de depósitos passou a crescer expressivamente, “o poder de emissão ficava transferido para os depositantes”, ou seja, a política monetária ficava condicionada aos movimentos especulativos assentados nas expectativas de variações cambiais. Segundo o documento do CMN,

“o objetivo é recuperar o controle sobre a política monetária e coibir a especulação financeira que vem dificultando a execução da política de controle das taxas de juros. (...) Procura-se, também, evitar a tendência para uma saída líquida de recursos, após a realização dos ganhos de capital, o que, pela sua magnitude, colocava em risco a execução da política de combate à inflação.”⁶⁶

Além disso, as autoridades governamentais esperavam que o congelamento dos depósitos fosse indutor da captação de recursos externos. No seu entender, os depósitos que precederam a maxidesvalorização haviam sido realizados com recursos tomados no mercado financeiro doméstico em operações de curto prazo. Com o congelamento e com a redução do custo dos empréstimos externos, as empresas seriam induzidas a novas tomadas no mercado internacional com o objetivo de liquidar os débitos contraídos em cruzeiros.⁶⁷ Ao mesmo tempo, as autoridades faziam nova tentativa de transformar parte da dívida existente em capital de risco, ao permitir que os recursos fossem descongelados para tal fim.

⁶⁶ Documento divulgado pelo Conselho Monetário Nacional (7 dez. 1979).

⁶⁷ Ver, por exemplo, Delfim Netto (1979), entrevista ao jornal *Gazeta Mercantil*, 14 dez. 1979.

Dívida externa e política econômica

Em janeiro de 1980, a preocupação oficial em relação à captação privada de recursos externos reapareceria em meio a um conjunto de medidas complementares às aquelas do “pacote”. Em primeiro lugar, as autoridades governamentais anunciavam a prefixação das correções monetária e cambial em 45 e 40%, respectivamente, a vigir ao longo de 1980. Tal medida, segundo as autoridades, atuaria em duas direções principais: por um lado, visava quebrar os efeitos realimentadores da “inflação corretiva” observados ao longo do segundo semestre de 1979 e exacerbados com o “pacote de dezembro”. Para as autoridades, a prefixação,

“ao introduzir um corte entre a inflação passada e a inflação futura, reduz o fator de realimentação do processo de aumento de preços criando condições efetivas para a reversão mais rápida das expectativas inflacionárias.”⁶⁸

Por outro lado, a prefixação buscava dar segurança aos tomadores de empréstimo externo – afastando o temor de uma nova maxidesvalorização – ao mesmo tempo em que visava assegurar um diferencial do custo do dinheiro a favor dos empréstimos externos. Na verdade, as autoridades governamentais reconheciam que as medidas do pacote haviam sido insuficientes especialmente em função das elevadas taxas no mercado internacional:

“O fluxo de recursos externos, principalmente pelo setor privado, ainda está na dependência do diferencial das taxas de juros internos e no mercado internacional, por ora pouco convidativas.”⁶⁹

A prefixação da correção cambial abaixo da monetária, associada à expectativa de queda nas taxas básicas de juros no mercado internacional, garantiria a recomposição do diferencial sem a necessidade de se alterar a política interna de tabelamento dos juros.

⁶⁸ Nota oficial distribuída pela assessoria de imprensa da SEPLAN em 16 de janeiro de 1980. Ver jornal A República, 17 jan. 1980.

⁶⁹ Ver Langoni (1979), declarações à imprensa. Gazeta Mercantil, 26 dez. 1979.

Paulo Davidoff Cruz

Duas outras medidas, também de janeiro de 1980, mostravam a intenção governamental de estimular a captação privada de recursos externos. A primeira reduzia de 100 para 75% a retenção transitória do contravalor em cruzeiros de empréstimos contratados no exterior, reduzindo, também, os prazos de liberação da parcela retida – 1/3 sessenta dias após a constituição do depósito, 1/3 trinta dias após a primeira liberação e o 1/3 restante sessenta dias após a primeira liberação. Além de encurtar os prazos, a nova sistemática previa cobertura integral pelo BACEN de juros, comissões, custo de câmbio, tributos, etc., no período de depósito. A segunda medida elevava o coeficiente de captação de recursos externos dos bancos comerciais de duas para quatro vezes a soma de capital mais reservas. Essa última medida preparava, na verdade, o caminho para a política que viria a prevalecer nos meses seguintes, qual seja, a de forçar a tomada de recursos externos mediante a imposição de tetos quantitativos para a expansão do crédito doméstico, exceto em sua componente lastreada em operações de repasse via Resolução n. 63.

Concluídos os arranjos, as autoridades governamentais anunciavam as metas (ou “hipóteses de trabalho”) para o ano que se iniciava. Além do objetivo de rebaixar o patamar inflacionário para a casa dos 50%, as autoridades tencionavam alcançar o equilíbrio da balança comercial ao final do ano. Após analisarem os resultados de 1979 – quando o déficit da balança comercial atingiu US\$ 2,7 bilhões –, as autoridades afirmavam que

“agora, não adianta falar no passado, temos hipóteses básicas para trabalhar em 1980. A primeira hipótese é o resultado da balança comercial para esse ano: US\$ 20 bilhões com receita de exportação e US\$ 20 bilhões com os gastos de importação. É óbvio que não vamos ter um

Dívida externa e política econômica

equilíbrio rígido, com resultado zero, mas será um pouco mais ou um pouco menos, sempre com equilíbrio.”⁷⁰

A busca do equilíbrio na balança comercial significava um primeiro recuo em relação ao discurso anterior – que previa superávits já para 1980 – representando uma tentativa de adequar as “hipóteses de trabalho” às condições adversas observadas no mercado internacional.

Uma vez reordenados os instrumentos de política econômica e definidas as metas para o ano, as autoridades governamentais embarcavam, em fevereiro, rumo aos principais centros financeiros internacionais. Os objetivos centrais da viagem eram apresentar aos credores brasileiros as linhas básicas da nova estratégia e demonstrar que o país continuava sendo “ótimo risco”, mantendo perfeitas condições para saldar seus compromissos internacionais. Buscava-se, com isso, conseguir uma redução nos spreads que vinham subindo desde o final do ano anterior. Ao mesmo tempo, as autoridades tentavam negociar a queda de barreiras impostas às exportações brasileiras de manufaturados, de vez que as medidas adotadas em dezembro cumpriam as principais exigências dos países importadores.

Entretanto, nem bem passados os três primeiros meses do ano, verificava-se que os resultados relativos aos *fronts* interno e externo novamente estavam muito aquém daqueles perseguidos pelas autoridades: a inflação continuava apresentando taxas mensais bastante elevadas; a balança comercial apresentava um vultoso déficit acumulado, enquanto as reservas cambiais sofriam acentuada queda. Em relação ao comportamento dos preços, o discurso governamental voltava a afirmar que se tratava, ainda, da “inflação

⁷⁰ Ver Galveas (1980), declarações à imprensa. Ver Revista Bancária Brasileira, n. 565, jan. 1980.

Paulo Davidoff Cruz

corretiva” e que, com as medidas adotadas, era possível esperar a inflexão na curva de aumento de preços para o segundo semestre:

“A minha estimativa é que a inflação comece realmente a baixar no segundo semestre desse ano (...). Eu creio que a taxa de aumento de preços vai diminuir no futuro e que, no segundo semestre, nós começemos a ganhar lentamente e terminemos o ano com uma inflação bem menor do que a de 1979.”⁷¹

Por outra parte, as autoridades procuravam minimizar o significado dos resultados adversos na área externa, argumentando que o déficit comercial acumulado nos três primeiros meses do ano estava dentro das previsões originais e que tal comportamento seria revertido, já em abril, com a comercialização das safras agrícolas.⁷² No que toca às reservas, tratava-se, segundo as autoridades, de resultado intencional, pois as captações do setor público haviam ficado deliberadamente paralisadas, aguardando tanto a queda nas taxas básicas de juros quanto o resultado das negociações por menores spreads.

Contudo, a julgar pelas medidas adotadas, o quadro externo mostrava-se bem mais preocupante do que aquele sugerido pelo discurso oficial. Em primeiro lugar, embora as autoridades não o assumissem publicamente, a queima das reservas ia muito além do esperado, em função da expressiva retração das captações privadas, que, praticamente, não responderam às medidas de estímulo adotadas em dezembro/janeiro. Tanto é assim que, logo em abril de 1980, inaugurava-se uma nova fase quanto aos esquemas indutores da captação privada de recursos externos. Por essa época, foi fixado o limite anual de 45% para a expansão das operações ativas dos bancos comerciais, de investimento e das financeiras, ficando excluídas desse limite as operações decorrentes de repasses de

71 Cf. Delfim Netto (1980), entrevista ao jornal O Estado de São Paulo, 14 mar. 1980.

72 Ver, por exemplo, entrevista de E. Galveas à Revista Bancária Brasileira, n. 567, mar. 1980.

Dívida externa e política econômica

recursos externos (Resolução n. 605). Tratava-se, pois, de induzir a tomada de recursos externos mediante o racionamento quantitativo do crédito interno. Além disso, e dando uma reviravolta em direção à política ortodoxa anterior, as autoridades triplicavam a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras – IOF – para as operações de empréstimos internos. Buscava-se, através do encarecimento do custo do dinheiro tomado no mercado doméstico, recompor o diferencial a favor dos empréstimos externos. Esse “imposto equalizador de juros” contribuiria, por outra parte, para reforçar as finanças governamentais.

Ao mesmo tempo, e demonstrando que o desempenho da balança comercial, longe de configurar apenas um resultado sazonal, também era preocupante, as autoridades governamentais determinaram uma taxa (IOF) de 15% sobre as importações de bens e serviços, percentual que seria reduzido para 10% a partir de setembro. Tentava-se, por essa via, conter o ritmo de crescimento das importações sem alterar a política cambial definida ao início do ano. Para as autoridades, essa medida reforçava, simultaneamente, o propósito de estimular a captação privada de recursos externos, pois afastava o risco de nova maxidesvalorização. Em maio de 1980, e revelando novamente preocupações quanto à captação de recursos externos, eram adotadas medidas visando flexibilizar as operações de repasse nos termos da Resolução n. 63. Assim, passou-se a admitir que os depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN (Circular n. 230) fossem liberados para repasse no país desde que decorridos não mais do que 15 dias de sua constituição e desde que efetivados com recursos anteriormente já repassados. Da mesma forma, era suspensa a proibição a que estavam sujeitos estados, municípios e autarquias de tomarem empréstimos via Resolução n. 63, o que abria um novo mercado para as operações de repasse de recursos externos.

Paulo Davidoff Cruz

Por meados do ano, estava criado um clima de grande incerteza quanto à condução da política econômica. Por um lado, a inflação não só disparava como estava prestes a ultrapassar a marca dos 100%. Por outro lado, as contas externas mostravam resultados muito distantes daqueles perseguidos pelas autoridades, tendo a balança comercial apresentado um déficit acumulado da ordem de US\$ 2 bilhões. Mais grave ainda, a conta de juros crescia expressivamente, amplificando os desequilíbrios do balanço de pagamentos. Como resultado, a queima de reservas já ultrapassava a marca dos US\$ 3,5 bilhões, deixando um volume de reservas cambiais suficiente para cobrir apenas três meses de importação. Além disso, as taxas prefixadas no início do ano estavam muito aquém dos índices inflacionários, gerando fortes especulações sobre uma nova maxidesvalorização do cruzeiro.

As autoridades governamentais procuravam, através de várias declarações, assegurar que a política econômica seria mantida e que resultados satisfatórios seriam conseguidos já no segundo semestre. Ao mesmo tempo, o discurso oficial afastava a hipótese de adoção de políticas recessivas sob o argumento de que seus efeitos seriam intoleráveis numa economia como a brasileira:

“O que eu acho é que a inflação demora ainda um pouco a ceder. A inflação realmente está hoje num patamar de 90%, praticamente. É extremamente alta. Algumas pessoas se inquietam e se excitam, desejando uma política mais dura. Entretanto, a opção do governo Figueiredo foi realmente de combater a inflação com um certo cuidado para evitar a recessão. Nós talvez tenhamos um pouco mais de inflação do que seria desejado, mas teremos menos gente na rua do que o desejável.”⁷³

Ou, ainda: “Nós temos que entender que somos um país pobre. E o processo de recessão não funciona em país pobre, exatamente porque desemprega o trabalhador e ele vai morrer de fome

73 Ver Delfim Netto (1980), declarações ao jornal Folha de São Paulo, 4 jun. 1980.

Dívida externa e política econômica

mesmo.”⁷⁴ Além do discurso, as autoridades governamentais procuravam assegurar a credibilidade quanto à continuidade da política econômica através de nova prefixação das correções monetária e cambial – agora em 50% - a vigir no período de julho de 1980 a julho de 1981.

Contudo, o movimento de meia-volta em direção às “políticas restritivas” ensaiadas no período 1976/79 já estava se delineando. Assim, em junho de 1980, o CDE determinava um corte real de 15% nos investimentos programados pelas empresas estatais. Os recursos liberados deveriam ser aplicados em títulos da dívida pública federal. Simultaneamente, era imposto um corte real de cerca de 30% sobre as importações do setor público autorizadas no início do ano. Ficavam excluídas desse corte apenas as importações da PETROBRÁS e da Itaipu Binacional. Em julho, as autoridades promoviam um substancial aumento das taxas de redesconto de liquidez para os bancos comerciais.

Nos meses seguintes, o país iria presenciar um verdadeiro festival de declarações oficiais sobre os rumos da política econômica e sobre a hipótese de recurso ao Fundo Monetário Internacional. Ainda em julho, o próprio FMI divulgava um documento no qual sugeria várias modificações na política econômica do país, com destaques para a liberação das taxas internas de juros, para o relaxamento do controle de preços, para a modificação da política salarial e para a liberação do sistema de câmbio.⁷⁵ Em agosto e setembro, multiplicavam-se as declarações oficiais sobre o recurso ao FMI, declarações essas que nem sempre eram perfeitamente compatíveis entre si. Assim, por exemplo, após viagem ao exterior para novo contato com banqueiros internacionais, o ministro do Planejamento declarava que “o Brasil

74 Cf. Delfim Netto (1980), entrevista ao jornal Folha de São Paulo, 15 jun. 1980.

75 Ver, por exemplo, Revista Bancária Brasileira, n. 571, jul. 1980.

Paulo Davidoff Cruz

não está sendo solicitado e nem vai recorrer ao FMI, apesar da opinião isolada de algumas pessoas.”⁷⁶ Por essa mesma época, outra autoridade declarava:

“Não existe da parte do governo brasileiro nenhuma restrição ou objeção para tomar recursos que porventura venham a ser repassados pelo FMI, embora as autoridades estejam conscientes das exigências que a instituição normalmente faz quando socorre países com problemas no balanço de pagamentos.”⁷⁷

Nesse contexto, os problemas ligados ao *front* externo ocupavam, cada vez mais, o centro das preocupações oficiais. Assim, ainda em agosto, o Conselho Monetário Nacional decidia prorrogar, por prazo indeterminado, a incidência do IOF de 15% sobre as importações. Em setembro, o CMN suspendia as operações de importação com pagamento à vista, estabelecendo prazos diferenciados de financiamento segundo o valor da mercadoria importada. Tentava-se, por diferentes formas, conter as importações com vistas a atenuar o déficit na balança comercial, que persistia em crescer. Além disso, a captação de recursos no mercado financeiro internacional mostrava-se cada vez mais difícil, o que obrigava o BACEN a aceitar sucessivos aumentos nos spreads praticados nas operações de empréstimos externos.

O abandono da heterodoxia e o mergulho recessivo

A gravidade do quadro externo se tornava claramente manifesta no início de outubro, quando – faltando cerca de US\$ 3 bilhões para o fechamento do balanço de pagamentos – os bancos internacionais retraíam fortemente o ritmo de seus negócios com tomadores brasileiros. Em vista disso, as autoridades empreendiam um novo giro pelas praças financeiras internacionais tentando

⁷⁶ Ver Revista Bancária Brasileira, n. 573, set. 1980.

⁷⁷ Ver Galveas (1980), entrevista à Revista Bancária Brasileira, n. 567, mar. 1980.

Dívida externa e política econômica

negociar os recursos faltantes. Contudo, em sua volta, ficava claro que a pressão dos credores externos acabara por prevalecer e que a política econômica avançaria decisivamente na direção do ajuste recessivo.

Assim, no início de novembro, as autoridades anunciavam um “pacote” de medidas que, em última instância, representava o golpe de misericórdia na “tentativa heterodoxa” ensaiada desde agosto do ano anterior. Na verdade, as medidas anunciadas, que abarcavam quase todas aquelas sugeridas no documento do FMI, sacramentavam a volta às “políticas restritivas” do período 1976/79, englobando o abandono das prefixações cambial e monetária, a liberação das taxas de juros e o afrouxamento do controle de preços exercido pelo CIP. Só faltou, para completar o receituário, uma reformulação mais vigorosa na política salarial (que neste momento contemplou, apenas, uma tentativa de conter os altos salários).

O “pacote” vinha acompanhado por um discurso que, chamando a atenção para as dificuldades externas, dava grande ênfase ao “estímulo da poupança interna em substituição à poupança externa”. Nesse sentido, as autoridades afirmavam que

“estamos vivendo um momento em que realmente é necessário aumentar o nível de poupança interna. É muito simples: durante os últimos cinco, seis anos, pudemos contar com volumes crescentes de poupança externa. A atual situação do mercado financeiro internacional mostra que não se pode mais contar com esses recursos crescentes. Como é imperioso que continuemos a crescer, só existe uma saída: é realmente estimular a poupança interna.”⁷⁸

Na verdade, o discurso oficial retomava a proposição anterior de que a economia brasileira tinha que se ajustar internamente visando minimizar, ou eliminar, o hiato de recursos, ou seja, a contribuição das “poupanças externas”.

78 Ver Delfim Netto (1980), entrevista ao jornal O Estado de São Paulo, 6 nov. 1980.

Paulo Davidoff Cruz

O próprio discurso oficial acabava admitindo que essa era a imposição dos banqueiros internacionais, ao afirmar que

“é preciso entender que a situação está ruim para todos e que não há mesmo dinheiro no exterior para financiar o desenvolvimento brasileiro. E eu tenho certeza de que no dia seguinte ao que a gente conseguir equilibrar ou obter um superávit na balança comercial eles voltam a emprestar para nós.”⁷⁹

Só que, diferentemente da proposta de agosto de 1979, o enfrentamento da questão externa passava não mais pelo crescimento acelerado, pela eliminação do hiato de recursos com a concomitante elevação tanto das exportações como das importações, etc., mas sim pela adoção de medidas fortemente restritivas nos moldes da “política ortodoxa” anterior.

Em dezembro de 1980, novas medidas eram anunciadas, completando as diretrizes a serem perseguidas em 1981. Em primeiro lugar, permanecia a política de controle quantitativo do crédito com a limitação em 50% do crescimento dos meios de pagamento e das operações ativas dos bancos comerciais, de investimento e das financeiras. Ficavam excluídas desse limite as operações de repasse de empréstimos externos. Ao mesmo tempo, era elevada de 60 para 70% a parcela do crédito das instituições financeiras domésticas destinada compulsoriamente para empresas privadas de capital nacional, ficando excluídas desse percentual as operações de repasse de recursos externos. Em segundo lugar, eram tomadas várias medidas de contenção e de maior fiscalização do gasto público, das quais a de maior significado era a fixação de um crescimento nominal de apenas 66% para o investimento das empresas estatais. Em terceiro lugar, era adotada nova medida de contenção direta das importações através da elevação de 15% para

79 Cf. Delfim Netto (1980), entrevista ao jornal *Gazeta Mercantil*, 14 nov. 1980.

Dívida externa e política econômica

25% da alíquota do IOF incidente sobre as operações de câmbio destinadas à compra de bens e serviços no exterior.

A despeito da guinada da política econômica, as contas externas de 1980 só foram fechadas mediante a queima de quase US\$ 3 bilhões das reservas cambiais do país. Pior ainda, houve no período um incremento substancial da dívida de curto prazo, o que acarretou uma forte deterioração do perfil da dívida brasileira. Isso significa que, em face do bloqueio imposto pelos credores externos, as autoridades governamentais acabaram lançando mão de expedientes de emergência visando impedir que as reservas cambiais caíssem abaixo do limite crítico de segurança.⁸⁰ Além disso, também como medida emergencial, como será visto no Capítulo 3, as autoridades utilizaram as agências no exterior do principal banco estatal brasileiro para a reciclagem de recursos externos para o país.

As políticas restritivas, que vinham sendo ensaiadas desde 1976 – com o breve interregno de fins de 1979 e início de 1980 – foram aplicadas com grande intensidade em 1981, provocando acentuada retração na atividade econômica do país. Tal resultado se fez sentir já no primeiro semestre, quando caíram, sistematicamente, os níveis de produção industrial e de emprego urbano. Não restava dúvida de que se avançava, decisivamente, na direção do ajuste recessivo da economia brasileira às “restrições externas”.

No tocante ao setor externo, a política recessiva apresentava resultados satisfatórios logo no primeiro trimestre, com a balança comercial fechando com um déficit acumulado de apenas US\$ 400 milhões. Tal resultado, considerada a sazonalidade das vendas externas, era significativo e constituía prova aos banqueiros internacionais de que a política do ajuste interno estava sendo

⁸⁰ Ver, a respeito, Batista Jr. (1981b).

Paulo Davidoff Cruz

corretamente aplicada. Para esse desempenho contribuíam, além da própria retração da atividade econômica, a fixação de teto para as importações do setor público e a elevação da alíquota do IOF.

Não obstante, permanecia a insuficiência no fluxo de recursos captados no mercado financeiro internacional. Por conta disso, foram adotadas várias medidas destinadas a ampliar a tomada de empréstimos externos. Assim, logo em janeiro, as autoridades limitavam em 5% o crescimento dos empréstimos realizados em cruzeiros pelos bancos comerciais e de investimento no decorrer do primeiro trimestre. Tal medida visava acelerar a captação de recursos através da Resolução n. 63. Simultaneamente, o Conselho Monetário Nacional determinava a liberação total das taxas de juros praticadas por aquelas instituições financeiras. Ainda em janeiro, e atuando na mesma direção, era estendida às empresas de leasing e arrendamento mercantil a possibilidade de efetuar depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN em moldes semelhantes aos efetuados pelos demais tomadores de recursos externos. Em março, era fixado o percentual de 9,5% para a expansão das operações ativas em cruzeiros dos bancos comerciais e de investimento para o segundo trimestre, o que significava a continuidade da política de aperto de crédito interno, visando forçar a captação de recursos externos. Ao mesmo tempo eram flexibilizadas, ainda mais, as operações para repasse através da Resolução n. 63, com a ampliação do prazo de reaplicação de 15 para 60 dias.

Tais medidas resultaram, é verdade, em um aumento das captações efetuadas no mercado financeiro internacional, notadamente das realizadas por instituições financeiras domésticas nos moldes da Resolução n. 63. Contudo, esse incremento não foi capaz de deter o processo de queima das reservas cambiais, que, ao final do primeiro semestre, montavam a pouco mais de US\$ 6 bilhões, ou seja, valor equivalente a cerca de três meses de

Dívida externa e política econômica

importação. Mais grave ainda, parte dessas reservas era constituída de ativos não-conversíveis. Além disso, e não obstante o enquadramento da política econômica interna, os bancos internacionais exigiam spreads crescentes para novas operações com tomadores brasileiros.

Quanto à inflação, retomava-se o antigo diagnóstico de “inflação de demanda” e, junto com isso, todo o arsenal do “receituário ortodoxo”. Nessa linha, persistia a política de “saneamento” das finanças públicas mediante a contenção dos gastos governamentais em geral, e dos investimentos das empresas estatais em particular, ao mesmo tempo em que era provocada nova elevação da carga tributária através do aumento das alíquotas do IOF e da reformulação do imposto de renda. Ainda no combate à inflação operavam, segundo as autoridades, a restrição do crédito, a liberação das taxas de juros e a nova política salarial, que comprimia os altos salários.

No segundo semestre, concomitantemente ao aprofundamento da recessão, verificava-se nova melhora no resultado da balança comercial, que, em setembro, apresentava um saldo positivo acumulado da ordem de US\$ 200 milhões. Simultaneamente, persistia a política de forçar a captação de recursos externos através do racionamento do crédito interno. Nesse sentido, era realizada uma verdadeira blitz visando intensificar a captação de recursos no mercado financeiro internacional. Assim, em setembro, as autoridades impunham limites nos contratos em cruzeiros das empresas de leasing e arrendamento mercantil, deixando livres as operações realizadas em moeda estrangeira. Nesse mesmo mês, era imposta uma redução para o volume de expansão do crédito dos bancos de investimento previsto para o último trimestre do ano, exceto no tocante a operações de repasse de recursos externos. Em novembro, as financeiras eram autorizadas a

Paulo Davidoff Cruz

contratar empréstimos externos para o financiamento de capital de giro às pequenas e médias empresas. Por fim, em dezembro, as autoridades reduziam de 180 para 90 dias o prazo mínimo para repasses de recursos originários de operações via Resolução n. 63. A forte compressão do crédito doméstico, associada às demais medidas indutoras, resultou em tomadas maciças de empréstimos no mercado financeiro internacional. Contudo, como será discutido no Capítulo 3, parcela significativa dos recursos tomados pelas instituições financeiras passou a ficar estocada no Banco Central, por falta de tomadores finais, o que nada mais era do que uma das faces contraditórias da própria política recessiva como política de ajuste do balanço de pagamentos.

Chegado o final do ano, verificava-se que a política recessiva, aparentemente, produzira bons resultados em relação ao *front* externo: a balança comercial, dada a contenção das importações, apresentava um superávit superior a US\$ 1 bilhão, enquanto o balanço de pagamentos, após dois anos de expressivos déficits, mostrava um resultado global equilibrado, pondo fim ao processo de queima de reservas cambiais. Contudo, permaneciam graves complicadores. Por um lado, o movimento autocumulativo da dívida continuava a ter um impacto fortemente desequilibrador nas contas externas, tendo os juros líquidos alcançado a cifra de US\$ 10 bilhões. Por outro, o ingresso líquido de novos empréstimos foi suficiente apenas para cobrir a conta financeira, o que mantinha as reservas cambiais em níveis extremamente baixos, retirando qualquer margem de manobra da política econômica. Como resultado, a economia brasileira – em que pese a política recessiva de agrado dos credores internacionais – permanecia num equilíbrio extremamente instável, completamente exposta às vicissitudes do sistema bancário internacional.

3

O endividamento e os tomadores de recursos externos

Empréstimos em moeda: captações diretas efetuadas nos moldes da Lei n. 4131¹

A trajetória das captações públicas

Um dos traços mais característicos do processo de endividamento externo experimentado pela economia brasileira no decorrer da década de 70 é, indiscutivelmente, a crescente “estatização” das tomadas diretas realizadas junto ao sistema financeiro internacional. A dívida externa nasce, e ganha vulto, sob a forma predominante de dívida privada, para logo transmudar-se em dívida essencialmente pública. Esse processo é claramente ilustrado pelos dados apresentados na Tabela 3: nos anos 1972/73, primeiro período de forte aceleração do ingresso de recursos externos, o setor privado respondia por cerca de 67%, em média, do

¹ A descrição dos dados básicos e do procedimento metodológico é apresentada no Anexo ao final do trabalho.

Paulo Davidoff Cruz

total captado via Lei n. 4131. Em 1975 o setor privado tem sua participação reduzida para cerca de 50%, enquanto no biênio 1979/80 a predominância quase que absoluta já é do setor público, que responde por cerca de 77% das captações totais, percentual esse que cai ligeiramente no ano seguinte. Em valores correntes, as captações privadas, que se mantêm praticamente constantes no período 1972/76 – em torno de US\$ 1,9 bilhão anuais – crescem no biênio 1977/78 e caem a seguir até atingirem, em 1980, o montante mais baixo de todo o período estudado. Em 1981, as captações privadas recuperam-se, atingindo o montante de US\$ 2,3 bilhões. As captações públicas, por sua parte, crescem sistematicamente no período 1972/79, caindo em 1980 para níveis ligeiramente superiores aos observados em 1977 e apresentando forte recuperação em 1981.

Tabela 3
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Estrutura dos ingressos brutos anuais segundo a propriedade do
capital do tomador
1972/81

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Público	623,1	24,9	1.130,9	39,7	1.098,0	35,3	1.900,9	50,4	1.953,3	51,1
Privado	1.874,4	75,1	1.718,3	60,3	2.011,5	64,7	1.872,1	49,6	1.872,7	48,9
Total	2.497,5	100,0	2.849,2	100,0	3.109,5	100,0	3.773,0	100,0	3.826,0	100,0

Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Público	2.500,5	51,5	5.317,4	60,2	6.642,9	76,8	3.687,0	76,6	5.285,5	69,6
Privado	2.356,9	48,5	3.511,5	39,8	2.007,4	23,4	1.124,1	23,4	2.311,1	30,4
Total	4.857,4	100,0	8.828,9	100,0	8.650,3	100,0	4.811,1	100,0	7.596,6	100,0

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

A análise setorial das captações públicas indica que seu peso crescente no conjunto das captações totais efetuadas nos moldes da Lei n. 4131 resulta, em boa medida, dos empréstimos contratados por empresas de dois setores produtores de insumos de uso

generalizado, a saber: energia e siderurgia. O setor de energia, que no período 1972/76 respondia, em média, por cerca de 4% do total captado (Tabela 4), tem sua participação significativamente acrescida a partir de 1977, quando são realizadas vultosas tomadas, especialmente pela ELETROBRÁS, que assume efetivamente o papel de holding setorial, e pelas Centrais Elétricas de São Paulo – CESP. A partir do ano seguinte adicionam-se as tomadas realizadas pela Itaipu Binacional e aquelas destinadas a financiar o programa nuclear, sob responsabilidade da NUCLEBRÁS. A partir de 1979, somam-se, ainda, os empréstimos contratados pela Light Serviços de Eletricidade S/A, agora de propriedade estatal. Essa intensa aceleração na contratação de empréstimos via Lei n. 4131 faz com que a participação do setor de energia cresça rapidamente até atingir o percentual de 26,5% do total captado pelos setores público e privado em 1981. O setor de siderurgia, por sua parte, só ganha importância na captação de recursos via Lei n. 4131 a partir de 1977, quando, vencidas algumas indefinições, é posto em marcha o terceiro estágio do programa siderúrgico nacional. No biênio 1977/78 são efetuadas expressivas tomadas por quase todas as principais empresas do setor, enquanto no biênio seguinte as tomadas mais importantes são realizadas pela Siderúrgica Tubarão e pela holding setorial. Como resultado desse impulso, o setor siderúrgico passa de uma posição quase que desprezível para uma participação importante no conjunto das contratações efetuadas nos moldes da Lei n. 4131 (Tabela 4).

O fato de os setores de energia e de siderurgia serem dois dos principais responsáveis pela crescente participação do setor público na tomada de recursos externos reflete uma importante característica do comportamento de tais setores no período recente: a manutenção de elevados volumes de inversão a despeito da política de contenção do gasto público progressivamente imposta

Paulo Davidoff Cruz

pelas autoridades governamentais a partir de 1976.² Mais ainda, indica, como será discutido adiante, uma modificação na estrutura de financiamento, onde os recursos de origem externa passam a ter peso crescente no conjunto de fundos mobilizados para as inversões realizadas nesses setores.

Tabela 4
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Captações brutas anuais realizadas pelo setor público,
segundo principais setores de atividades
1972/81

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Público	623,1	24,9	1.130,9	39,7	1.098,0	35,3	1.900,9	50,4	1.953,3	51,1
Energia	89,9	3,6	143,0	5,0	112,9	3,6	180,0	4,8	187,1	4,9
Siderurgia	3,9	0,2	19,1	0,7	26,4	0,9	72,0	1,9	128,5	3,4
Petroquímica	72,5	2,9	117,3	4,1	43,6	1,4	129,9	3,4	0,0	0,0
Transportes	197,7	7,9	306,0	10,8	422,7	13,6	531,0	14,1	475,7	12,4
Telecomunicações	63,5	2,5	50,5	1,8	209,1	6,7	267,7	7,1	262,2	6,8
Interm. Financeiras	77,2	3,1	135,9	4,8	99,1	3,2	141,2	3,7	282,0	7,4
Adm. Pública	89,0	3,5	352,0	12,3	182,0	5,8	459,0	12,2	515,9	13,5
Outros	29,4	1,2	7,1	0,2	2,2	0,1	120,1	3,2	101,9	2,7
Setor Privado	1.874,4	75,1	1.718,3	60,3	2.011,5	64,7	1.872,1	49,6	1.872,7	48,9
Total	2.497,5	100,0	2.849,2	100,0	3.109,5	100,0	3.773,0	100,0	3.826,0	100,0

Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Público	2.500,5	51,5	5.317,4	60,2	6.642,9	76,8	3.687,0	76,6	5.285,5	69,6
Energia	591,4	12,2	1.368,3	15,5	1.599,1	18,5	1.207,7	25,1	2.009,5	26,5
Siderurgia	610,7	12,6	610,0	6,9	913,0	10,6	378,2	7,9	317,0	4,2
Petroquímica	136,0	2,8	151,5	1,7	133,9	1,5	250,0	5,2	522,0	6,9
Transportes	603,2	12,4	1.096,8	12,4	560,0	6,5	113,9	2,4	994,4	13,1
Telecomunicações	10,0	0,2	267,0	3,0	309,0	3,6	229,0	4,8	15,0	0,2
Interm. Financeiras	427,7	8,8	717,8	8,1	710,0	8,2	535,5	11,1	429,3	5,7
Adm. Pública	50,0	1,0	580,0	6,6	1.749,7	20,2	822,6	17,1	657,1	8,6
Outros	71,5	1,5	526,0	6,0	668,2	7,7	150,1	3,0	341,3	4,4
Setor Privado	2.356,9	48,5	3.511,5	39,8	2.007,4	23,4	1.124,1	23,4	2.311,1	30,4
Total	4.857,4	100,0	8.828,9	100,0	8.650,3	100,0	4.811,1	100,0	7.596,6	100,0

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Dois outros segmentos do setor público – intermediação financeira e administração pública – têm importância como agentes da progressiva “estatização” da dívida externa ocorrida na década de 70. O primeiro passa de uma participação média da ordem de 3 a

² Para uma análise setorial do comportamento das inversões públicas na década de 70, ver Reichstul & Coutinho (1982).

Dívida externa e política econômica

4% no início do período para uma participação média de cerca de 8% no final do período, enquanto o segundo, a despeito de fortes oscilações anuais, chega ao final do período estudado com uma participação significativa no conjunto das captações totais (Tabela 4). A elevação do peso relativo ocorrida em 1979 deve-se, fundamentalmente, ao “empréstimo jumbo” contratado diretamente pelo Tesouro junto a um pool de bancos internacionais. Tais dados evidenciam que o processo de “estatização” passou, também, pelo endividamento externo do governo federal, de quase todos os governos estaduais e, mesmo, de algumas prefeituras, e que contou com a participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE – como importante agente tomador de recursos via Lei n. 4131.

Além dos setores tratados, dois outros merecem destaque como tomadores de recursos externos: transportes e telecomunicações. A característica principal, comum a ambos, é a trajetória inversa à dos setores antes descritos: apresentam maior importância relativa no início do período, passando para uma posição nitidamente secundária ao seu final. O setor de transportes, com participação crescente até 1975, é o mais importante tomador de recursos externos até meados dos anos 70. No triênio 1976/78 apresenta, ainda, participação elevada – cerca de 12,5% do total das captações via Lei n. 4131 – para, no biênio seguinte, ter sua participação significativamente reduzida, atingindo o percentual de apenas 2,4% em 1980 (Tabela 4). Esse comportamento agregado do setor encobre, excetuando-se o biênio 1972/73, uma seqüência de curtos “ciclos modais”. De início, no biênio 1974/75, destacam-se os empréstimos destinados a financiar programas rodoviários e que são contratados pelo Departamento Nacional de Estradas de Rodagem – DNER. No triênio 1975/77 avultam as tomadas realizadas pela Rede Ferroviária Federal – REFESA –, que, por essa época, intensifica os trabalhos de construção da Ferrovia do Aço, enquanto mais ao final do período ganham importância as captações

Paulo Davidoff Cruz

realizadas pela Cia. do Metrô do Rio de Janeiro e pela Superintendência da Marinha Mercante – SUNAMAM. Apesar da diversidade de agentes tomadores e da diferenciada distribuição temporal dos “ciclos modais”, o comportamento global do setor como tomador de recursos externos – de significativa perda de posição ao final do período – resulta da política de contenção do gasto público, que impõe a desaceleração generalizada dos programas e projetos setoriais. O setor de transportes, que no período do II PND teve vários projetos deslanchados, é um dos mais afetados pela política de corte no gasto público, apresentando, inclusive, taxas negativas de crescimento das inversões ao final da década de 70.

Já o setor de telecomunicações apresenta maior expressão na captação de recursos via Lei n. 4131 apenas no período 1974/76, com uma participação média da ordem de 7% do total captado pelos setores público e privado (Tabela 4). Esse comportamento também reflete, em boa medida, o próprio desempenho das inversões do setor. Com efeito, o setor de telecomunicações, que vinha com elevada taxa de crescimento de suas inversões no início dos anos 70, recebe um novo impulso por época do II PND. Este movimento é acompanhado por um aumento significativo na tomada de recursos externos via Lei n. 4131, o que é feito por um número expressivo de empresas do setor. A partir de então, com o abandono das metas do II PND e com a progressiva desaceleração dos programas setoriais, o ritmo de crescimento das inversões cai e as tomadas de recursos externos perdem importância relativa no conjunto das tomadas realizadas pelos setores público e privado.

O comportamento das captações privadas

O crescente peso das captações públicas no conjunto das captações realizadas nos moldes da Lei n. 4131 é a face reversa, num primeiro momento, da perda de importância relativa das

Dívida externa e política econômica

tomadas realizadas por empresas de capital nacional e, só num segundo, daquelas efetuadas por empresas de capital externo. Com efeito, conforme pode ser observado na Tabela 5, as empresas de capital nacional passam de uma captação média anual da ordem de US\$ 670 milhões no biênio 1972/73 para uma captação da ordem de US\$ 230 milhões em 1975, o que determina uma queda de participação relativa de cerca de 25% em 1972/73 para apenas 6,2% das captações totais em 1975. Note-se que este segmento do setor privado, não obstante aumentar o volume de suas captações no biênio 1978/79, mantém, até o final do período estudado, uma participação pouco significativa no conjunto das tomadas realizadas nos moldes da Lei n. 4131.

Tabela 5
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Captações brutas anuais realizadas pelo setor privado,
segundo a propriedade do capital do tomador
1972/81

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Privado	1.874,4	75,1	1.718,3	60,3	2.011,5	64,7	1.872,1	49,6	1.872,7	48,9
Privado Nacional ^(*)	680,6	27,3	655,6	23,0	431,8	13,9	234,8	6,2	139,5	3,6
Privado Externo ^(*)	1.193,8	47,8	1.062,7	37,3	1.579,7	50,8	1.637,3	43,4	1.733,2	45,3
Internacionais ^(*)	1.004,0	40,2	860,2	30,2	1.330,9	42,8	1.384,7	36,7	1.511,3	39,5
Estrangeiras ^(*)	47,5	1,9	68,4	2,4	121,3	3,9	75,5	2,0	49,7	1,3
Conglomerados ^(*)	37,5	1,5	19,8	0,7	52,9	1,7	109,4	2,9	53,6	1,4
Joint-Ventures ^(*)	104,8	4,2	114,0	4,0	74,6	2,4	67,7	1,8	118,6	3,1
Setor Público	623,1	24,9	1.130,9	39,7	1.098,0	35,3	1.900,9	50,4	1.953,3	51,1
Total	2.497,5	100,0	2.849,2	100,0	3.109,5	100,0	3.773,0	100,0	3.826,0	100,0

Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Privado	2.356,9	48,5	3.511,5	39,8	2.007,4	23,4	1.124,1	23,4	2.311,1	30,4
Privado Nacional ^(*)	292,6	6,0	465,5	5,3	554,1	6,4	176,2	3,7	427,7	5,6
Privado Externo ^(*)	2.064,3	42,5	3.046,0	34,5	1.453,3	16,8	947,9	19,7	1.883,4	24,8
Internacionais ^(*)	1.695,2	34,9	2.357,3	26,7	1.228,3	14,2	500,4	10,4	1.459,9	19,2
Estrangeiras ^(*)	63,1	1,3	53,0	0,6	8,7	0,1	43,3	0,9	61,3	0,8
Conglomerados ^(*)	97,1	2,0	282,5	3,2	138,4	1,6	120,3	2,5	164,1	2,2
Joint-Ventures ^(*)	208,9	4,3	353,2	4,0	77,9	0,9	283,9	5,9	198,1	2,6
Setor Público	2.500,5	51,5	5.317,4	60,2	6.642,9	76,8	3.687,0	76,6	5.285,5	69,6
Total	4.857,4	100,0	8.828,9	100,0	8.650,3	100,0	4.811,1	100,0	7.596,6	100,0

(*) Valores estimados a partir da amostra do setor privado.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Paulo Davidoff Cruz

As empresas de capital externo, por sua parte, principais tomadoras privadas de recursos via Lei n. 4131, captam volumes crescentes de recursos externos no período 1972/78, apresentando forte redução nos volumes captados no período seguinte. Resulta daí uma participação elevada até 1978 – acima de 40% do total na maioria dos anos – e acentuada queda ao final do período. Como pode ser observado, o desempenho das captações realizadas por empresas de capital externo é determinado pelo das captações das empresas internacionais, vale dizer, de grandes empresas “multinacionais” que operam na economia brasileira e que são, de longe, as principais tomadoras no conjunto das empresas de capital externo. Os empréstimos contratados pelas joint-ventures – segundo grupo em importância na captação realizada por empresas de capital externo – apresentam comportamento oscilante sem tendência claramente definida no período.

Estes resultados, se, por um lado, confirmam que as operações de captação direta via Lei n. 4131 privilegiam, por sua própria natureza, as grandes empresas, em especial as de capital externo, mostram, por outro, que o segmento de capital privado nacional só teve alguma expressão como tomador de recursos externos via Lei n. 4131 nos anos de auge do ciclo expansivo. Do ponto de vista da contratação de empréstimos externos, o segmento privado nacional foi o mais afetado pela desaceleração do crescimento e pela conjuntura de “liquidez restrita” que passou a prevalecer no mercado financeiro internacional após 1974. Além disso, os resultados anteriores evidenciam que as empresas internacionais, principais responsáveis pelo endividamento externo privado ocorrido na década de 70, reduzem o volume de suas captações após 1978, o que constitui a face reversa do aprofundamento da “estatização” ocorrido por essa época.

Dívida externa e política econômica

Tabela 6
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Captações brutas anuais realizadas pelo setor privado,
segundo macrossetor de atividade
1972/81

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Privado	1.874,4	75,1	1.718,3	60,3	2.011,5	64,7	1.872,1	49,6	1.872,7	48,9
Agropecuária/Silvicult ^(*)	52,4	2,1	5,7	0,2	84,0	2,7	56,6	1,5	57,4	1,5
Mineração ^(*)	47,5	1,9	71,2	2,5	31,1	1,0	147,1	3,9	309,9	8,1
Ind. Transformação ^(*)	1.185,3	47,5	1.148,2	40,3	1.273,4	41,0	1.121,4	29,7	1.111,3	29,0
Ind. Construção ^(*)	192,3	7,7	188,0	6,6	167,9	5,4	83,0	2,2	61,2	1,6
Infra-estrutura ^(*)	71,8	2,9	0,0	0,0	127,5	4,1	207,5	5,5	195,1	5,1
Interm. Financeira ^(*)	79,9	3,2	22,8	0,8	70,5	2,3	79,2	2,1	57,4	1,5
Comércio/Serviços ^(*)	173,8	7,0	193,7	6,8	208,3	6,7	113,2	3,0	53,6	1,4
Diversos	71,4	2,8	88,7	3,1	48,8	1,5	64,1	1,7	26,8	0,7
Setor Público	623,1	24,9	1.130,9	39,7	1.098,0	35,3	1.900,9	50,4	1.953,3	51,1
Total	2.497,5	100,0	2.849,2	100,0	3.109,5	100,0	3.773,0	100,0	3.826,0	100,0

Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Privado	2.356,9	48,5	3.511,5	39,8	2.007,4	23,4	1.124,1	23,4	2.311,1	30,4
Agropecuária/Silvicult ^(*)	126,3	2,6	132,4	1,5	26,0	0,3	72,2	1,5	35,7	0,5
Mineração ^(*)	296,3	6,1	512,1	5,8	320,1	3,7	187,6	3,9	100,2	1,3
Ind. Transformação ^(*)	1.366,0	78,1	1.498,6	17,0	1.029,7	11,9	609,4	12,7	1.600,6	21,1
Ind. Construção ^(*)	58,3	1,2	97,1	1,1	95,2	1,1	28,9	0,6	21,0	0,3
Infra-estrutura ^(*)	174,9	3,6	635,7	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interm. Financeira ^(*)	121,4	2,5	309,0	3,5	250,9	2,9	144,3	3,0	265,6	3,5
Comércio/Serviços ^(*)	145,7	3,0	158,9	1,8	242,2	2,8	62,5	1,3	175,2	2,3
Diversos	68,0	1,4	167,7	1,9	43,3	0,5	192	0,4	112,8	1,4
Setor Público	2.500,5	51,5	5.317,4	60,2	6.642,9	76,8	3.687,0	76,6	5.285,5	69,6
Total	4.857,4	100,0	8.828,9	100,0	8.650,3	100,0	4.811,1	100,0	7.596,6	100,0

(*) Valores estimados a partir da amostra do setor privado.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE, do Banco Central do Brasil.

A indústria de transformação é, indiscutivelmente, o setor de atividade que mais absorve recursos externos captados pelo setor privado via Lei n. 4131. Apresenta, contudo, uma ligeira perda de posição relativa em relação ao conjunto das captações privadas e uma sensível perda de posição em relação às captações totais efetuadas nos moldes da Lei n. 4131. Conforme pode ser observado na Tabela 6, as captações realizadas por empresas privadas da indústria de transformação eram responsáveis por mais de 40% das captações totais no início do período em estudo e por apenas 15%, em média, no final. Na verdade, esse comportamento da contratação de empréstimos externos por parte do segmento privado da indústria

de transformação é, sob a ótica setorial, o principal responsável pela drástica perda de importância sofrida pelo setor privado no conjunto dos empréstimos em moeda realizados nos moldes da Lei n. 4131.

A perda de importância relativa das captações privadas é agravada, ainda, pelo comportamento das captações realizadas por empresas de dois outros setores de atividade, a saber: construção civil e comércio/serviços. Com efeito, os dados da Tabela 5 evidenciam que no auge do ciclo expansivo cada um dos setores referidos respondia, em média, por cerca de 6 a 7% das captações totais via Lei n. 4131 e que, a partir de 1975, tais percentuais sofrem significativa redução. A retração relativa na captação de recursos externos por parte dos setores de construção e de comércio/serviços explica parcela ponderável da perda de posição sofrida pelas empresas de capital nacional ocorrida em meados dos anos 70, de vez que a maior parte dos empréstimos contratados nesses setores é realizada por empresas de capital nacional – cerca de 85% do total captado por empresas de construção civil e de 75% por empresas de comércio/serviços, no biênio 1972/73.

O setor de mineração é o único, dentre os segmentos do setor privado, que amplia sua participação no conjunto das captações via Lei n. 4131, notadamente no quadriênio 1975/78. Tal comportamento está associado a grandes projetos que, estimulados pelo II PND, são postos em marcha por empresas internacionais e joint-ventures do setor. Destacam-se, no período, expressivos empréstimos externos contratados, dentre outros, por Samarco Mineração S/A, FETERCO Mineração S/A, Mineração Marex S/A, Mineração Trindade – SAMITRI e Mineração Rio Norte S/A. Já o setor de intermediação financeira mantém uma participação relativamente constante durante todo o período estudado, principalmente em função das captações realizadas por empresas de leasing e arrendamento mercantil. Com efeito, o significativo

Dívida externa e política econômica

crescimento experimentado por este segmento do setor financeiro apoiou-se fortemente nas linhas de crédito de longo prazo disponíveis no mercado financeiro privado internacional, sendo que as principais tomadas foram realizadas por filiais de grandes conglomerados financeiros internacionais, como Manufactures Hanover S/A Arrendamento Mercantil e por Citicorp Leasing S/A Arrendamento Mercantil. O setor de infra-estrutura, por outra parte, apresenta percentuais relativamente elevados no período 1974/78, em função exclusiva das tomadas realizadas pela Light – Serviços de Eletricidade S/A.

A análise desagregada das captações realizadas por empresas privadas da indústria de transformação evidencia, por sua vez, algumas tendências principais no decorrer do período. Em primeiro lugar, há que se destacar a elevada participação dos gêneros material de transportes e química no conjunto das captações realizadas via Lei n. 4131 (Tabela 7). A indústria de material de transportes apresenta elevada participação desde o início do período até 1978, para, a partir de então, sofrer significativa perda de importância relativa. As tomadas do setor estão fortemente concentradas na indústria automobilística, onde destacam-se, no período 1972/75, as realizadas por General Motors do Brasil S/A, Ford Brasil S/A e Fábrica Nacional de Motores S/A. A partir de 1976 as tomadas mais expressivas são de responsabilidade de FIAT Automóveis S/A e FIAT Diesel do Brasil S/A. É importante destacar que no período 1975/78 são realizados vários empréstimos por parte de empresas produtoras de tratores, equipamentos agrícolas e rodoviários, como Caterpillar do Brasil S/A, Massey Ferguson do Brasil S/A Indústria e Comércio e Fiat-Allis Tratores e Máquinas Rodoviárias S/A. Isto significa que há, no período, do ponto de vista das captações externas, uma modificação no peso relativo das diferentes indústrias componentes do gênero material de transportes, com ganho relativo

Paulo Davidoff Cruz

a favor daquelas produtoras de bens de capital, em detrimento das produtoras de duráveis de consumo. Decorre daí que a retração relativa das captações realizadas por empresas da indústria automobilística é mais acentuada do que a sugerida pelos dados agregados do gênero material de transportes apresentados na Tabela 7. A indústria química, por seu turno, apresenta participação elevada e relativamente constante, até 1976, para, a partir daí, experimentar suave perda de posição relativa. Até 1976 as tomadas do setor são realizadas por um grande número de empresas, sendo que a partir de 1977 tornam-se fortemente concentradas em Dow Química S/A e, secundariamente, em Carbocloro S/A Indústrias Químicas.

Não é de surpreender o elevado peso apresentado pelas captações realizadas por empresas privadas dos gêneros material de transportes e química no conjunto das contratações diretas via Lei n. 4131. Isso porque esses gêneros são exatamente aqueles que respondem, no período, por elevados percentuais das inversões totais realizadas pela indústria de transformação. Mais ainda, a perda de importância relativa ocorrida no decorrer da década parece estar associada às taxas declinantes (e mesmo negativas, em alguns anos) experimentadas pelas inversões de tais gêneros no período após 1973.³

³ Sobre o comportamento das inversões industriais segundo os principais gêneros da indústria de transformação, ver Bonelli & Werneck (1978).

Tabela 7
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Captações brutas anuais realizadas pelo setor privado, segundo gêneros da indústria de
transformação – 1972/81

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Privado	1.874,4	75,1	1.718,3	60,3	2.011,5	64,7	1.872,1	49,6	1.872,7	48,9
Ind. Transformação ^(*)	1.185,3	47,5	1.148,2	40,3	1.273,4	41,0	1.121,4	29,7	1.111,3	29,0
Min. não-metálicos ^(*)	77,4	3,1	119,9	4,2	43,5	1,4	15,1	0,4	26,8	0,7
Metalurgia ^(*)	84,9	3,4	45,6	1,6	93,3	3,0	99,0	2,6	88,0	2,3
Mecânica ^(*)	94,9	3,8	65,5	2,3	68,4	2,2	105,6	2,8	65,0	1,7
Mat. elétr. Com. ^(*)	137,4	5,5	91,2	3,2	84,0	2,7	154,7	4,1	137,7	3,6
Mat. Transporte ^(*)	217,3	8,7	188,0	6,6	292,3	9,4	230,2	6,1	372,9	9,7
Madeira ^(*)	10,0	0,4	11,4	0,4	12,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Mobiliário ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Papel e Papelão ^(*)	32,5	1,3	11,3	0,4	40,4	1,3	11,3	0,3	61,2	1,6
Borracha ^(*)	7,5	0,3	14,2	0,5	18,7	0,6	22,6	0,6	0,0	0,0
Couro e Peles ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Química ^(*)	232,3	9,3	242,2	8,5	236,0	7,6	283,0	7,5	287,0	7,5
Farmacêutica ^(*)	30,0	1,2	34,2	1,2	34,2	1,1	34,0	0,9	26,8	0,7
Perfumaria ^(*)	5,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Têxtil ^(*)	87,4	3,5	99,7	3,5	93,3	3,0	41,5	1,1	11,5	0,3
Vestuário ^(*)	12,5	0,5	22,8	0,8	18,7	0,6	7,6	0,2	0,0	0,0
Prod. Alimentícios ^(*)	79,9	3,2	88,3	3,1	99,5	3,2	18,9	0,5	7,7	0,2
Bebidas ^(*)	27,5	1,1	39,9	1,4	40,4	1,3	22,6	0,6	7,6	0,2
Fumo ^(*)	17,5	0,7	5,7	0,2	6,2	0,2	15,1	0,4	0,0	0,0
Edit. Gráfica ^(*)	18,8	0,8	54,1	1,9	28,0	0,9	18,8	0,5	7,7	0,2
Diversos	12,5	0,5	14,2	0,5	64,1	2,1	33,9	0,9	11,4	0,3
Outros	689,1	27,6	570,1	20,0	738,1	23,7	750,7	19,9	761,4	19,9
Setor Público	623,1	24,9	1.130,9	39,7	1.098,0	35,3	1.900,9	50,4	1.953,3	51,1
Total	2.497,5	100,0	2.849,2	100,0	3.109,5	100,0	3.773,0	100,0	3.826,0	100,0
Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%	US\$10 ⁶	%
Setor Privado	2.356,9	48,5	3.511,5	39,8	2.007,4	23,4	1.124,1	23,4	2.311,1	30,4
Ind. Transformação ^(*)	1.366,0	28,1	1.498,6	17,0	1.029,7	11,9	609,4	12,7	1.600,0	21,1
Min. não-metálicos ^(*)	9,7	0,2	53,0	0,6	129,8	1,5	0,0	0,0	101,5	1,3
Metalurgia ^(*)	282,8	5,8	167,7	1,9	216,3	2,5	191,3	2,1	591,5	7,8
Mecânica ^(*)	53,4	1,1	61,8	0,7	51,9	0,6	24,1	0,5	129,4	1,7
Mat. elétr. Com. ^(*)	242,9	5,0	62,0	0,7	43,3	0,5	9,6	0,2	72,3	1,0
Mat. Transporte ^(*)	349,7	7,2	377,2	4,3	60,6	0,7	132,7	2,8	201,5	2,7
Madeira ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mobiliário ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Papel e Papelão ^(*)	48,6	1,0	132,4	1,5	17,3	0,2	33,7	0,7	21,4	0,3
Borracha ^(*)	14,6	0,3	0,0	0,0	26,0	0,3	0,0	0,0	38,6	0,5
Couro e Peles ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Química ^(*)	208,9	4,3	423,8	4,8	423,9	4,9	154,0	3,2	226,6	3,0
Farmacêutica ^(*)	48,8	1,0	17,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	37,2	0,4
Perfumaria ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Têxtil ^(*)	0,0	0,0	8,8	0,1	17,2	0,2	14,4	0,3	21,4	0,3
Vestuário ^(*)	9,7	0,2	26,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prod. Alimentícios ^(*)	9,6	0,2	35,3	0,4	0,0	0,0	72,2	1,5	89,0	1,2
Bebidas ^(*)	48,6	48,6	1,0	0,0	0,0	0,0	33,6	0,7	15,7	0,2
Fumo ^(*)	9,8	0,2	61,8	0,7	26,1	0,3	0,0	0,0	14,9	0,2
Edit. Gráfica ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,4	0,2
Diversos	29,1	0,6	70,6	0,8	17,3	0,2	33,8	0,7	27,2	0,3
Outros	990,9	20,4	2.012,9	22,8	977,7	11,3	514,7	10,7	710,5	9,3
Setor Público	2.500,5	51,5	5.317,4	60,2	6.642,9	76,8	3.687,0	76,6	5.285,5	69,6
Total	4.857,4	100,0	8.828,9	100,0	8.650,3	100,0	4.811,1	100,0	7.596,6	100,0

(*) Valores estimados a partir da amostra do setor privado.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Paulo Davidoff Cruz

A captação de recursos externos via Lei n. 4131 por parte de duas outras indústrias – de material elétrico e de comunicações e mecânica – embora com menor peso relativo, apresenta comportamento semelhante ao das indústrias antes descritas. As tomadas realizadas pela indústria de material elétrico e de comunicações, fortemente concentradas em Siemens S/A, Ericsson do Brasil Comércio e Indústria S/A e AEG Telefunken do Brasil S/A, mantêm uma participação oscilante entre 3% e 5% até 1977, tornando-se desprezíveis a partir de então. As captações da indústria mecânica, por sua vez, que partem de um percentual médio da ordem de 3% no biênio 1972/73, sofrem perda de posição relativa durante todo o período, até atingirem o percentual de 0,5% em 1980.

Tabela 8
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Indicadores da concentração das captações brutas realizadas pelo setor privado
1972/81

Discriminação	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
5 maiores (% do total captado)	13,1	10,2	13,6	16,7	28,3	19,7	26,6	27,0	28,6	26,1
10 maiores (% do total captado)	18,2	16,0	19,2	24,8	36,4	30,7	37,2	37,9	41,9	34,4
N. de empresas responsáveis por 70% do total captado	178	159	147	120	88	90	79	58	35	81

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Um terceiro grupo, constituído pelas indústrias de minerais não-metálicos, têxtil e produtos alimentares, apresenta, como característica comum, participações médias de cada setor da ordem de 3% no triênio 1972/74 e perda quase que total de importância já a partir de 1975. A destacar, nesse grupo, as tomadas da indústria de minerais não-metálicos, que são realizadas quase que integralmente por empresas de capital nacional – fábricas de cimento em sua esmagadora maioria – e cujo desempenho ajuda, também, a explicar

Dívida externa e política econômica

a sensível perda de posição relativa sofrida, a partir de 1975, pelas empresas de capital nacional no conjunto das tomadas de empréstimos externos via Lei n. 4131.

Além das principais tendências, quanto à propriedade do capital e setor de atividade, antes descritas, as captações privadas via Lei n. 4131 apresentam outra característica que merece ser destacada: uma elevada e crescente concentração no decorrer da década de 70. É verdade, adiante-se desde logo, que as operações de captação direta são restritas, por sua própria natureza, às grandes empresas e mais particularmente às filiais de grandes grupos internacionais. Contudo, não deixam de ser surpreendentes os resultados encontrados quanto ao grau de concentração das captações privadas: enquanto, em 1972, 178 empresas respondiam por 70% do total captado pelo setor privado, em 1980 esse mesmo percentual era de responsabilidade de apenas 35 empresas. A crescente concentração é evidenciada, também, pelo fato de que as 10 maiores empresas tomadoras respondiam por cerca de 18% das captações privadas em 1972 e por cerca de 42% em 1980 (Tabela 8). A tênue desconcentração verificada em 1981 resulta, por sua vez, da política de restrição quantitativa do crédito doméstico, que obrigava à busca de recursos junto ao sistema bancário internacional.

Os determinantes da "estatização" da dívida

A institucionalização de canais de ingresso de capitais externos de empréstimo constituiu uma das peças fundamentais da reestruturação do esquema de financiamento dos setores público e privado processada na segunda metade dos anos 60. Como se recorda, foram efetivadas, por essa época, várias reformas, notadamente em relação às esferas fiscal, monetária e financeira,

Paulo Davidoff Cruz

que modificaram substancialmente os padrões de financiamento até então vigentes na economia brasileira. Destaquem-se, a respeito, as medidas destinadas a ampliar a base fiscal e viabilizar o instrumento da dívida pública, bem como a reorganização do sistema financeiro, cuja idéia nuclear era a especialização das instituições segundo diferentes modalidades de crédito. No bojo dessa ampla reordenação do marco institucional foram tomadas medidas que refletiam uma progressiva adequação dos esquemas internos de financiamento às transformações que se processavam em escala internacional. Por um lado, foi recomposto um quadro extremamente favorável ao capital estrangeiro, através da eliminação das principais restrições surgidas no início da década, enquanto, por outro, criaram-se canais institucionalizados destinados a facilitar o ingresso massivo de capitais de empréstimos, por captação direta e por repasse, que começavam a se tornar abundantes no euromercado de moedas.

Como resultado dessas transformações, os setores público e privado passaram a satisfazer parte de suas necessidades de crédito em cruzeiros através de operações que envolviam o simultâneo ingresso de divisas internacionais. Desde então, os movimentos de expansão ou retração na demanda por crédito em cruzeiros trouxeram, implícitos em si, movimentos de ampliação ou retração na demanda por crédito em moeda estrangeira. Dada a premissa das autoridades governamentais, à época, de que a economia brasileira necessitava, para crescer aceleradamente, da contribuição de “poupanças externas”, estava criado, aparentemente, um mecanismo de ajuste quase que automático do balanço de pagamentos: à medida que a demanda por crédito em cruzeiros sofresse uma aceleração, concomitante à do produto, haveria um acréscimo automático no ingresso de divisas internacionais. Dada a liquidez internacional, caberia às autoridades econômicas garantir, através das políticas

Dívida externa e política econômica

fiscal, cambial e monetária, uma relação crédito externo/crédito total que resultasse num volume de divisas suficiente para cobrir o “hiato de recursos”. O balanço de pagamentos equilibrado asseguraria, por sua vez, que a expansão do crédito, em sua componente externa, se faria sem que houvesse qualquer pressão sobre a oferta monetária.

É indiscutível que o crédito externo, especialmente sob a forma de captação direta via Lei n. 4131, passou a representar uma alternativa de financiamento extremamente atrativa às grandes empresas públicas e privadas, particularmente às empresas internacionais que operam na economia brasileira. Em primeiro lugar porque significou um alargamento das bases de financiamento principalmente numa faixa de crédito à qual o sistema financeiro privado mostrou-se, historicamente, incapaz de atender: a de longo prazo. Nesse sentido, não só possibilitou a ampliação das operações de curto prazo como ocupou, em boa medida, o espaço destinado, na reforma financeira, aos bancos de investimentos.⁴ Em segundo lugar, porque constituiu-se em modalidade de crédito cujo custo ao mutuário tendeu a situar-se em níveis significativamente inferiores aos observados nas faixas não subsidiadas do crédito disponível nas instituições financeiras domésticas. O diferencial do custo do dinheiro foi, aliás, o principal instrumento a que recorreram as autoridades governamentais para o estímulo de captações privadas durante todo o período estudado. Apesar da relativa precariedade de informações sobre taxas de juros praticadas nas diferentes modalidades de crédito, as estimativas realizadas indicam que, exceto para alguns momentos localizados, o diferencial do custo do dinheiro favoreceu, de forma substancial, as operações externas via Lei n. 4131.

⁴ Ver, a respeito, Pereira (1974), especialmente o capítulo 2, seção 2.3.

Paulo Davidoff Cruz

Tabela 9
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Operações realizadas entre matriz e filial de empresas de capital externo (*)
1972/81

Discriminação	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Operações Matriz/Filial (A)	241,6	169,4	294,4	442,6	299,3	411,6	448,3	173,3	187,3	182,5
Operações totais das empresas de capital externo (B)	1.193,8	1.062,7	1.579,7	1.637,3	1.733,2	2.063,3	3.046,0	1.453,3	947,9	1.883,4
(A) / (B) (%)	20,2	15,9	18,6	27,0	17,3	19,9	14,7	11,9	19,8	9,7

(*) Inclusive operações entre joint-ventures e grupos estrangeiros com participação de capital.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Além das vantagens quanto a prazos e custos, os empréstimos em moeda nos moldes da Lei n. 4131 mostraram-se especialmente atrativos às empresas de capital externo, de vez que passaram a representar um mecanismo de burla das restrições quanto à remessa de lucros originária de investimentos estrangeiros realizados no país. Na verdade, dadas as vantagens quanto ao volume passível de remessa e quanto à taxaço incidente sobre os montantes remetidos, as operações de captação direta registradas junto ao BACEN devem ter disfarçado um volume significativo de investimentos diretos efetuados principalmente por grandes empresas internacionais. Um indicador expressivo desse fenômeno é a existência, ao longo de todo o período, de um volume não desprezível de operações de empréstimo que têm como credor a matriz estrangeira ou um grupo estrangeiro com participação no capital da empresa tomadora. A Tabela 9 mostra que as operações dessa natureza foram responsáveis, no período 1972/80, pelo ingresso médio de cerca de US\$ 290 milhões anuais, o que representa algo em torno de 17% das captações totais realizadas pelas empresas de capital externo no período. Evidentemente, os dados apresentados não cobrem a totalidade dos investimentos diretos travestidos de empréstimos em moeda. Isso porque há várias

Dívida externa e política econômica

formas indiretas, como, por exemplo, as operações casadas via bancos internacionais, onde a matriz compra um certificado de depósito bancário no exterior condicionado à efetivação de um empréstimo correspondente à sua subsidiária no Brasil. As próprias autoridades governamentais admitiram, conforme visto no capítulo anterior, que parcela expressiva dos empréstimos externos contratados por filiais de empresas internacionais nada mais era do que capital de risco buscando gozar as vantagens oferecidas pela legislação quanto aos capitais de empréstimo.

Contudo, a despeito dos inegáveis atrativos, o setor privado perde importância relativa como tomador de recursos externos via Lei n. 4131, respondendo, em 1979/80, por cerca de 23% das captações totais, percentual esse que se eleva ligeiramente em 1981. Como visto, o volume médio anual captado pelo setor privado permanece praticamente constante durante a maior parte do período estudado, e quando cresce, no biênio 1977/78, cresce a taxas relativamente reduzidas, não acompanhando o ritmo de crescimento das tomadas realizadas pelo setor público. A discussão dos determinantes dessa trajetória é de fundamental importância não só para esclarecer algumas das principais características do endividamento recente como, principalmente, para ajudar a desvelar alguns dos dilemas com que vai se defrontar a política econômica no início dos anos 80.

De saída, é preciso ter presente que o período de nítida preponderância de captações privadas – 1972/74 – corresponde, aproximadamente, àquele do auge do ciclo expansivo, vale dizer, a um período em que o ritmo dos negócios, particularmente o das inversões privadas, se mantém em nível elevado. Por essa época, o setor privado demanda volumes crescentes de crédito em cruzeiros e é estimulado, dadas as características do sistema financeiro estruturado na segunda metade dos anos 60 e dado o diferencial do

Paulo Davidoff Cruz

custo do dinheiro, a realizar expressivas tomadas junto ao mercado financeiro internacional.⁵ Não é demais lembrar que nos anos do ciclo expansivo a conta de mercadorias e serviços produtivos permanece equilibrada de tal forma que a contrapartida, do ponto de vista das contas externas, dessas captações realizadas pelo setor privado é basicamente financeira, vale dizer, pagamento de juros da própria dívida e acúmulo de reservas internacionais.

A participação relativa do setor privado começa a declinar em 1975, ano em que as inversões privadas experimentam sensível redução. Esse primeiro movimento de perda de posição relativa se dá, como visto, com a retração das captações realizadas por ramos da indústria de transformação e pelos setores de construção civil e de comércio/serviços, sendo de responsabilidade, em grande medida, de empresas de capital nacional. Assinale-se que esta perda de posição relativa ocorre sem que haja, por parte das autoridades econômicas, qualquer medida de restrição ou desestímulo às captações privadas. Ao contrário, conforme discutido nos capítulos anteriores, tentava-se, à época, implementar o programa substitutivo do II PND, em meio a condições internacionais extremamente adversas que se manifestavam tanto através de vultosos déficits na conta de mercadorias e serviços produtivos como através do agravamento dos encargos financeiros da própria dívida.

Segundo a estratégia governamental, era decisivo assegurar a continuidade dos fluxos de empréstimos externos durante a fase de transição entendida como o último esforço substitutivo. Tanto é assim que, como visto, várias medidas foram adotadas no período visando estimular a captação privada de recursos externos, a saber: redução dos prazos mínimos de amortização e carência exigidos pelo BACEN para registro dos novos empréstimos; redução da

⁵ Quanto ao diferencial do custo do dinheiro no decorrer do ciclo expansivo, ver estimativas apresentadas em Cruz, H. N. (1975). Ver, também, Pereira (1974).

alíquota do imposto de renda incidente sobre a remessa de juros e comissões; isenção do imposto sobre operações financeiras para operações de repasse de recursos externos; permissão para que os recursos não utilizados nas operações de repasse fossem aplicados na forma de depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN, etc.

Os resultados acima sugerem que a perda de posição relativa das captações privadas decorreu, fundamentalmente, da desaceleração da taxa de crescimento do produto e da redução das inversões privadas, na medida em que ambas afetaram negativamente a demanda por crédito em cruzeiros, inclusive em sua componente externa. Por outras palavras, enquanto o ritmo de crescimento do produto se mantém acelerado, a demanda por crédito exercida pelo setor privado é capaz de garantir um ingresso significativo de recursos externos. Num segundo momento, quando a taxa de crescimento do produto experimenta uma trajetória de desaceleração numa conjuntura onde, contraditoriamente, se ampliam as necessidades de recursos externos, as captações privadas não crescem, o que determina uma participação cada vez maior do setor público como única forma de assegurar ingressos massivos de recursos externos.⁶

Mesmo após 1976, quando, no bojo das “políticas restritivas”, são intensificadas as medidas de estímulo à captação privada e quando as condições quanto a prazos e spreads voltam a tornar-se mais favoráveis, o processo de “estatização” da dívida se acentua. A intensificação dos estímulos se deu basicamente, como visto, através da liberação do espectro geral de taxas de juros ocorrida no decorrer de 1976. Pretendia-se, na verdade, estimular, via aprofundamento do diferencial do custo do dinheiro, um aumento da relação crédito externo/crédito total ou, por outras

⁶ Sobre a importância do comportamento da taxa de crescimento do produto como determinante do comportamento da demanda privada por recursos externos, ver Moura (1978).

Paulo Davidoff Cruz

palavras, pretendia-se garantir mesmo numa situação de desaceleração da demanda por crédito, um massivo influxo de capital de empréstimo externo mediante maior participação dos recursos em moeda estrangeira na estrutura passiva do setor privado. Além disso, convém recordar que em meados de 1977 foi instituído um mecanismo de proteção contra eventuais modificações na política cambial (Resolução n. 432, BACEN), que representou um estímulo adicional a novas contratações privadas dado o elevado peso das variações cambiais na composição do custo final em cruzeiros, especialmente num período de elevadas taxas de inflação. Na prática, a Resolução n. 432 institucionalizou um mecanismo de “socialização” de perdas decorrentes de desvalorizações cambiais mais acentuadas, mecanismo esse que, como já discutido, foi extremamente útil às empresas endividadas por época da maxidesvalorização realizada em fins de 1979.

Tabela 10
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Comparação entre o crescimento das captações públicas e privadas
1972/80

Discriminação	Captações médias anuais US\$ 10 ⁶			Crescimento (%)	
	Período 1972/76 (A)	Período 1977/78 (B)	Período 1979/80 (C)	B/A	C/B
Setor Privado	1.869,8	2.934,2	1.565,8	56,9	(46,6)
Setor Público	1.341,2	3.909,0	5.165,0	191,4	32,1
Total	3.211,0	6.843,2	6.730,8	113,1	(1,6)

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Contudo, a despeito de tais estímulos, o aprofundamento do endividamento externo ocorrido no biênio 1977/78 – segundo momento de “transbordamento” do euromercado de moedas – se deu fundamentalmente com base em captações públicas, já que as captações privadas apresentaram crescimento relativamente baixo. Conforme pode ser observado na Tabela 10, o volume médio anual captado pelo setor privado no biênio 1977/78 supera em cerca de

Dívida externa e política econômica

57% o volume médio anual do quinquênio anterior, enquanto as captações públicas apresentam crescimento da ordem de 190% em relação às tomadas do período anterior. Mais ainda, o crescimento das captações privadas só alcançou o percentual antes indicado em função do expressivo crescimento das tomadas realizadas por empresas de mineração, notadamente por empresas internacionais e joint-ventures responsáveis por grandes projetos deslanchados na época do II PND, por filiais de grandes conglomerados financeiros internacionais que expandiam suas operações de leasing no país e pela Light Serviços de Eletricidade S/A, já que, como visto, a desaceleração do crescimento industrial determinou forte retração relativa na captação de recursos externos via Lei n. 4131 por parte de empresas privadas da indústria de transformação. Conforme pode ser observado na Tabela 11, o volume médio anual captado por empresas de mineração, de intermediação financeira e de infraestrutura supera, no biênio 1977/78, em mais de 230% o volume médio do quinquênio anterior, enquanto o volume médio captado por empresas industriais apresenta um crescimento de apenas 22,6% em relação às captações do período anterior. A perda de posição relativa do setor privado só não foi mais acentuada, ainda, em função de captações induzidas pela conjuntura fortemente especulativa vivida pelo mercado financeiro doméstico no período.

No biênio seguinte, quando as contas externas brasileiras sofrem o impacto explosivo da elevação dos juros no mercado internacional e quando as necessidades de captação de recursos externos ampliam-se consideravelmente, o volume médio anual captado por todos os segmentos do setor privado cai significativamente, acentuando, ainda mais, o fenômeno da “estatização”. Ressalte-se que, neste período, a tendência geral de retração relativa das captações privadas é agravada pelas sucessivas mudanças observadas nas regras estabelecidas pelas autoridades

Paulo Davidoff Cruz

governamentais em relação à área cambial. Recorde-se, a respeito, a instituição do depósito compulsório de 50% incidente sobre empréstimos externos, que vigorou de abril a dezembro de 1979; o anúncio, no início de 1979, da aceleração das minidesvalorizações como forma de compensar a extinção gradual dos incentivos à exportação; a maxidesvalorização do cruzeiro efetuada ao final do ano; a prefixação da correção cambial para 1980 em níveis sabidamente irrealistas, etc. Na verdade, este conjunto, ou melhor, esta sucessão descoordenada de eventos certamente elevou o “grau de incerteza” quanto à captação de recursos externos, agravando o movimento geral de retração das captações privadas. A ligeira reversão da “estatização” observada em 1981 se deveu, por sua vez, a duas ordens de fatores. Em primeiro lugar, resultou da política de restrição quantitativa do crédito interno, que obrigava as empresas privadas, particularmente as estrangeiras, a buscarem créditos no mercado financeiro internacional. Em segundo lugar, como será discutido mais à frente, tal resultado reflete uma modificação na composição dos créditos externos do próprio setor público, que, em alguns casos, tomou recursos via Resolução n. 63 em vez de fazê-lo via Lei n. 4131 como vinha acontecendo nos anos anteriores.

Tabela 11
Empréstimos em moeda (Lei n. 4131)
Decomposição da taxa de crescimento das captações privadas, segundo principais
macrosetores
1972/80

Discriminação	Captações médias anuais US\$ 10 ⁶			(B) / (A)		(C) / (B)	
	Período 1972/76 (A)	Período 1977/78 (B)	Período 1979/80 (C)	Taxa de crescimento %	Contribuição para a taxa de cresc.total %	Taxa de crescimento %	Contribuição para a taxa de cresc.total %
Mineração	121,4	404,2	253,9	232,9	26,6	(37,2)	11,0
Ind. transformação	1.167,9	1.432,3	819,6	22,6	24,9	(42,8)	44,8
Infra-estrutura	120,4	405,3	0,0	236,6	26,8	(100,0)	29,6
Int. Financeiras	62,0	215,2	197,6	247,1	14,4	(8,2)	1,3
Outros	398,1	477,2	294,7	19,9	7,3	(38,2)	13,3
Total	1.869,8	2.934,2	1.565,8	56,9	100,0	(46,6)	100,0

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros
– FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Dívida externa e política econômica

Da discussão anterior, é possível perceber que a progressiva “estatização” da dívida externa brasileira vai se impondo como resultado de um fenômeno que começa a se manifestar já por meados dos anos 70 e que se intensifica ao final da década: necessidades crescentes de recursos externos – primeiro em função dos desequilíbrios da conta de mercadorias e serviços produtivos e, depois, das determinações financeiras expressas no movimento cumulativo da dívida – combinadas com a ausência de agentes privados dispostos a realizar tomadas, nos volumes requeridos, junto ao sistema financeiro internacional. É essa assimetria, progressivamente agravada pela desaceleração do crescimento, que determina, em última instância, a “estatização” da dívida externa brasileira. As medidas destinadas a estimular as captações privadas só fazem por atenuar, em alguns momentos, o movimento geral, sendo incapazes, contudo, de revertê-lo.

Convém, a essa altura da exposição, inverter o foco de análise e examinar o movimento de “estatização” da dívida pela ótica das empresas estatais ou, mais especificamente, de seu padrão de financiamento. Recorde-se, antes de tudo, que o período que se inicia em 1974 é marcado pela desaceleração das atividades privadas e pelo simultâneo lançamento de um ambicioso programa de reordenação estrutural da industrialização brasileira consubstanciado no II PND. Tal programa previa uma expressiva expansão do setor de bens de produção e uma readequação da infraestrutura de forma a adaptá-la ao quadro energético pós-crise do petróleo. No centro da estratégia, figuravam as empresas estatais, que, responsabilizando-se pelos projetos-chave nas áreas de insumos básicos e de infra-estrutura, criariam demanda ampliada por máquinas e equipamentos que, devidamente orientada para o mercado interno, daria decisivo impulso à indústria nacional de bens de capital. O sucesso do programa dependeria,

Paulo Davidoff Cruz

fundamentalmente, da execução dos grandes projetos públicos nas áreas de insumos básicos e de infra-estrutura, a saber: siderurgia (planos e não-planos), metalurgia dos não-ferrosos (alumínio, cobre e zinco), fertilizantes (notadamente nitrogenados e fosfatados), petroquímica (pólos petroquímicos do Nordeste e do Sul), transportes (rodoviário, naval e, principalmente, ferroviário), telecomunicações, etc.

O programa, consideradas as metas extremamente ambiciosas originalmente previstas, exigia um esforço significativo de mobilização de recursos para seu financiamento. É bem verdade que por ocasião do lançamento do programa houve um grande fortalecimento do BNDE como agência financeira destinada a dar suporte à execução dos novos projetos de inversão. Contudo, tais recursos destinaram-se, primordialmente, a viabilizar os projetos do setor privado nas áreas de bens de capital e de insumos básicos, seja através dos empréstimos diretos – e subsidiados – do BNDE, da participação acionária das três subsidiárias – IBRASA, FIBASE e EMBRAMEC – seja, ainda, através do crédito da FINAME para a aquisição de equipamentos nacionais. Os grandes projetos públicos foram beneficiados, nesse novo esquema de financiamento, quase que exclusivamente pelas linhas de crédito da FINAME no tocante à aquisição de equipamentos nacionais. Note-se que as linhas diretas de crédito do BNDE, fortemente subsidiadas, destinavam-se a empresas de capital nacional. Esse novo esquema de financiamento explica por que as empresas de capital nacional que ampliaram suas inversões após 1974 – as dos setores priorizados pelo II PND – praticamente nada contrataram junto ao sistema financeiro internacional.

O financiamento dos projetos estatais estava condicionado, portanto, à geração de recursos próprios, à disponibilidade de recursos fiscais ou, ainda, à mobilização de recursos no exterior.

Dívida externa e política econômica

Quanto à primeira alternativa – autofinanciamento – cabe lembrar que a política de “realismo tarifário”, imposta a partir de meados dos anos 60, teve importante papel na sustentação dos investimentos públicos de alguns dos setores-chave ao longo do ciclo expansivo. Contudo, no período seguinte, o reajuste dos preços e tarifas de bens e serviços públicos passou a estar, crescentemente, subordinado aos objetivos de combate à inflação. Assim, logo em janeiro de 1975 o CDE fixou em 20% o limite superior do reajuste dos preços e tarifas de bens e serviços públicos para todo o ano. E mesma política foi adotada nos anos imediatamente seguintes, agora no bojo das “políticas restritivas” que prevalecem a partir de 1976. Essa política significava, em última instância, que as empresas estatais estavam impossibilitadas de exercer seu “poder monopólico”, via preços, para assegurar um crescimento autofinanciado. A contenção tarifária atingiu mais intensamente os setores de infra-estrutura e os produtores de insumos de uso generalizado que estavam no núcleo do próprio programa substitutivo. A segunda alternativa – recursos do Tesouro – também acabava apresentando condicionantes afetos aos objetivos de combate à inflação. Num primeiro momento, logo ao início do programa, praticava-se a doutrina de “restrição do espaço fiscal”, o que significava a ausência de qualquer medida de reforço à capacidade de imobilização de recursos fiscais. Num segundo momento, mais especificamente a partir de 1976, quando passam a predominar as “políticas restritivas”, o anúncio de corte no gasto público termina implicando o acirramento da disputa por recursos fiscais por parte dos setores originalmente priorizados no II PND. A dívida pública, por sua vez, era vista essencialmente como instrumento de política monetária. Por essa mesma época, como discutido, eram impostas novas restrições à captação de recursos pelas empresas estatais no mercado financeiro doméstico.

Dados tais vetores, torna-se evidente que a tomada de recursos externos junto aos bancos internacionais acabava por se constituir no caminho “natural” para o financiamento dos projetos

Paulo Davidoff Cruz

das empresas estatais. Esse padrão de financiamento fica claramente explicitado no biênio 1977/78, quando era abundante a disponibilidade de crédito internacional e quando se tornavam maiores as restrições para a mobilização de recursos internos, próprios e de terceiros, por parte das estatais. Assim, a crescente “estatização” da dívida externa, ao mesmo tempo em que operava como resposta à progressiva retração das captações privadas, refletia uma clara opção das autoridades governamentais quanto ao padrão de financiamento dos grandes projetos do setor público. Ao longo desse processo, as empresas estatais passavam a ser vistas, crescentemente, como tomadoras preferenciais pelos credores internacionais, pois, além do aval do Tesouro, apresentavam programas de inversão de médio e longo prazos num contexto de desaceleração do investimento privado.

A trajetória através da qual os empréstimos externos foram se tornando decisivos no financiamento dos programas de inversão das empresas estatais é suficientemente ilustrada pelo setor de energia elétrica, principal tomador de recursos externos via Lei n. 4131 no período recente. Desde meados dos anos 60, quando é implantada a política de “realismo tarifário”, o setor de energia financia parcelas significativas de suas inversões com base em recursos próprios. No início dos anos 70, beneficiado ainda por aquela política tarifária, o setor continua a apresentar elevados níveis de autofinanciamento, tendo os recursos operacionais contribuído com perto de 45% do total de recursos invertidos no triênio 1972/74 (Tabela 12). A partir de então, com a mudança na política tarifária e com a manutenção de elevados níveis de inversão, a geração de recursos próprios perde importância relativa como fonte de financiamento, atingindo um percentual de cerca de 28% do total de recursos aplicados no biênio 1979/80. Simultaneamente, os aportes de capital, forma por excelência de

Dívida externa e política econômica

transferência de recursos orçamentários do Tesouro, também perdem importância relativa, passando de um percentual da ordem de 20% no período de 1972/75 para cerca de apenas 6% no biênio 1979/80. Atingido por esses dois vetores da política antiinflacionária, o setor de energia só é capaz de prosseguir seus programas de expansão mediante recurso crescente a capitais de empréstimo. Num primeiro momento, cresce a participação dos recursos captados junto ao sistema financeiro doméstico, principalmente junto a agências públicas, enquanto, a partir de 1977, tornam-se decisivos os recursos obtidos junto ao sistema financeiro privado internacional.⁷

Tabela 12
Estrutura das fontes de recursos do setor de energia elétrica
1972/80
(%)

Discriminação	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 ⁽¹⁾
Recursos Próprios	64,0	65,2	62,4	59,2	52,0	45,7	40,1	32,0	32,6
Autofinanciamento	42,2	46,4	42,5	35,9	34,2	34,5	28,1	28,9	26,7
Aportes de Capital	21,2	20,3	19,7	21,7	14,7	10,5	10,3	6,0	6,1
Outros	0,6	(1,5)	0,2	1,6	3,1	0,7	1,7	(2,9)	(0,2)
Financiamentos	36,0	34,8	37,6	40,8	48,0	54,3	59,9	68,0	67,4
Empr. Compulsório	8,9	9,4	8,4	7,2	7,7	6,4	6,5	5,9	8,6 ²
Instituições Financ. Nacionais	4,1	6,5	10,0	13,3	22,8	17,3	20,5	30,1	32,8
Instituições Financ. Externas	23,0	18,9	19,2	20,3	17,5	30,6	32,9	32,0	26,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

⁽¹⁾ Dados preliminares.

⁽²⁾ Inclui, também, Contribuição de Consumidores e Venda de Ações ao Público.

Fonte: Fluxos de Fontes e Usos – ELETROBRÁS (vários anos).

Na seqüência do movimento, as empresas estatais vão se tornando, progressivamente, “prisioneiras” do processo de rolagem da dívida externa brasileira. Isso porque, a partir de 1979, com a explosão da taxa de juros no mercado financeiro internacional e com a forte retração das captações privadas, o giro da dívida (principal e juros) passa a depender quase que exclusivamente do

⁷ Uma análise da questão do financiamento do setor de energia é apresentada em Reichstul (1981).

Paulo Davidoff Cruz

aprofundamento do endividamento externo do setor público. Na verdade, como será discutido mais à frente, não só as estatais e os órgãos da administração direta, mas também as próprias autoridades monetárias tornam-se agentes compulsórios de reciclagem da dívida externa brasileira.

Empréstimos em moeda: captações para repasse nos moldes da Resolução n. 63

Características gerais

A institucionalização de canais de ingresso de capitais externos de empréstimo constituiu, como já discutido, uma das peças fundamentais da reforma financeira processada na segunda metade dos anos 60. Por essa época foram regulamentadas tanto as operações de captação direta (Lei n. 4131 e Instrução n. 289), já examinadas anteriormente, como aquelas realizadas mediante a intermediação de instituições financeiras domésticas (Resolução n. 63), que compõem o objeto específico da presente seção. A despeito de constituírem modalidade de importância secundária no conjunto dos empréstimos em moeda contraídos ao longo dos anos 70, as operações realizadas nos moldes da Resolução n. 63 apresentam algumas singularidades cujo exame permite desnudar novas facetas do processo de endividamento externo recente e, principalmente, dos rumos e percalços da política econômica do período.

As operações para repasse representaram, antes de tudo, um importante elo de articulação entre o sistema financeiro doméstico e o sistema financeiro privado dos países capitalistas avançados. Através desse elo, as instituições financeiras locais absorveram quantidades massivas de recursos originários do sistema financeiro dos países avançados, no bojo de um movimento de

Dívida externa e política econômica

internacionalização sem precedentes na história das finanças internacionais.

Sob a ótica interna, as operações para repasse ampliaram substancialmente o horizonte de atividades dos bancos comerciais e de investimento na medida em que constituíram alternativa de captação que não os depósitos à vista e a prazo realizados no mercado doméstico. Os principais beneficiários dessa modalidade de operação foram os bancos comerciais estrangeiros, que ganharam importância crescente no conjunto dos bancos comerciais privados ao longo dos anos 70. Como será visto, o rápido crescimento das operações ativas dos bancos estrangeiros instalados no país se deu, em larga medida, com base em operações para repasse de recursos externos.

O grau de atratividade, para as instituições financeiras domésticas, dessa nova alternativa de captação pode ser avaliado através de algumas de suas características principais. Em primeiro lugar, logo ao início dos anos 70, foi estipulado que o prazo do repasse interno das operações efetuadas nos moldes da Resolução n. 63 podia ser inferior ao do contratado com o credor externo. Isso significa que as operações externas de longo prazo eram transformáveis em operações de médio e curto prazos, respeitado o limite mínimo de seis meses. Em segundo lugar, além dos encargos financeiros e fiscais, o risco de câmbio era integralmente transferido ao mutuário final. Em terceiro, ficou estipulado, a partir de agosto de 1974, que no intervalo de tempo entre a contratação externa e a efetivação do repasse, ou no intervalo entre dois repasses, os recursos em moeda estrangeira ficariam automaticamente depositados junto ao Banco Central, que assumia tanto o risco de câmbio como praticamente todos os encargos devidos ao credor externo. Tais características, especialmente a última, acabavam por

Paulo Davidoff Cruz

isentar os agentes repassadores de quaisquer riscos que não o da inadimplência do mutuário final.

Sob tais condições, as operações para repasse tornavam-se mais ou menos atraentes em função quase que exclusivamente da magnitude da comissão de repasse praticada pelas instituições intermediadoras. Essa, por sua vez, ficava na dependência, dados o spread e a taxa de juros internacionais, das políticas monetária, fiscal e cambial executadas pelas autoridades governamentais. Ao longo do período estudado, a comissão de repasse chegou a atingir níveis bastante altos, o que foi possibilitado pelo elevado patamar alcançado pela taxa de juros no mercado doméstico.

Quanto aos usuários finais, a despeito da inexistência de informações sistematizadas, é possível afirmar que as operações para repasse através da Resolução n. 63 representaram, quando de sua regulamentação, a extensão da possibilidade de mobilização de recursos externos às empresas de capital nacional, possibilidade essa antes restrita às empresas de capital externo e às empresas estatais. Como se recorda, as empresas de capital externo beneficiavam-se dos esquemas de captação direta previstos na Instrução n. 289 e na Lei n. 4131, enquanto as empresas estatais eram igualmente beneficiárias das captações através da Lei n. 4131. A grande maioria das empresas de capital nacional ficava alijada dos esquemas de captação direta, onde a garantia da operação era de responsabilidade exclusiva do tomador. O mecanismo institucionalizado pela Resolução n. 63, ao interpor o aval de instituições financeiras domésticas, eliminou tal obstáculo viabilizando, assim, o acesso das empresas de capital nacional ao crédito externo. Outro obstáculo, representado pelo tamanho médio das operações, também foi contornado pela Resolução n. 63. Com efeito: um número significativo de “pequenas operações” de empréstimo requeridas por empresas de capital nacional passou a ser atendido pelas instituições repassadoras domésticas, que

“picotavam” os empréstimos, o que seria impraticável na hipótese de atendimento direto por parte dos bancos internacionais.⁸

Dadas as observações acima e considerando-se, ainda, que os órgãos da administração pública centralizada estiveram legalmente impedidos, durante largo período de tempo, de tomar recursos via Resolução n. 63, é lícito supor que a maior parcela dos recursos externos repassados pelo sistema financeiro doméstico tenha efetivamente se dirigido a empresas de capital nacional sem acesso direto ao mercado financeiro internacional. Tal assertiva deixa de ser verdadeira apenas para o início dos anos 80, quando, por força de determinações que serão discutidas a seguir, o setor público se torna importante tomador de recursos externos via Resolução n. 63.

A Resolução n. 63 e a intermediação financeira no Brasil

A partir do final dos anos 60, quando tem início o processo recente de endividamento externo brasileiro, as operações de crédito realizadas por instituições financeiras domésticas com base em repasse de recursos externos ganharam importância ampliada no conjunto das operações de empréstimos em cruzeiros realizadas no interior da economia brasileira. É evidente que essa sensível alteração na estrutura das fontes de recursos mobilizados pelo sistema financeiro teria de acarretar, como de fato acarretou, transformações não menos significativas na organização e nas formas de concorrência praticadas pelos agentes intermediadores, notadamente no segmento dos bancos comerciais privados.

⁸ Ver Wellons (1977: 288).

Paulo Davidoff Cruz

Tabela 13
Ingresso bruto de empréstimos em moeda via Resolução n. 63,
segundo agentes repassadores
1972/82

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Bancos comerciais	688,2	46,9	566,7	53,0	1.157,5	72,0	732,3	78,9	1.225,8	77,9
Públicos	159,4	10,9	149,0	13,9	669,0	41,6	413,7	44,6	343,1	21,8
Privados	528,8	36,0	417,7	39,1	488,5	30,4	318,6	34,3	882,7	56,1
Nacionais	403,1	27,5	339,0	31,7	381,3	23,7	182,6	19,7	356,6	22,6
Estrangeiros	125,7	8,5	78,7	7,4	107,2	6,7	136,0	14,6	526,1	33,5
Bancos de Investimento	763,6	52,1	496,7	46,4	427,9	26,6	196,0	21,1	346,7	22,1
Nacionais	283,2	19,3	154,6	14,4	95,2	5,9	23,0	2,5	72,2	4,6
Externos	480,4	32,8	342,1	32,0	332,7	20,7	173,0	18,6	274,5	17,5
Estrangeiro	381,6	26,0	306,0	28,6	202,1	12,6	112,3	11,1	133,0	8,5
Com participação	98,8	6,8	36,1	3,4	130,6	8,1	60,7	6,5	141,5	9,0
Bancos de desenvolvimento	13,4	1,0	3,1	0,6	22,6	1,4	---	---	---	---
Total	1.465,2	100,0	1.069,5	100,0	1.608,0	100,0	428,3	100,0	1.572,5	100,0

Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Bancos comerciais	1.012,4	76,6	2.081,1	68,1	1.140,0	72,4	2.902,9	82,9	4.323,3	79,1
Públicos	390,1	29,5	832,7	27,3	388,2	24,7	1.159,0	33,1	1.251,2	22,9
Privados	622,3	47,1	1.248,4	40,9	751,8	47,7	1.743,9	49,8	3.072,1	56,2
Nacionais	359,6	27,2	796,2	26,1	470,8	29,9	1.003,1	28,7	1.855,4	33,9
Estrangeiros	262,7	19,9	452,2	14,8	281,0	17,8	740,8	21,1	1.216,7	22,3
Bancos de Investimento	287,0	21,7	915,1	30,0	125,2	7,8	566,0	16,2	898,8	16,4
Nacionais	46,8	3,5	186,4	6,1	102,1	6,5	77,5	2,2	345,0	6,3
Externos	240,2	18,2	728,7	23,9	323,1	20,5	488,5	13,9	553,8	10,1
Estrangeiro	139,8	10,6	397,1	13,0	170,6	10,8	343,5	9,8	451,8	8,3
Com participação	100,4	7,6	331,6	10,9	152,5	9,7	145,0	4,1	102,0	1,9
Bancos de desenvolvimento	22,0	1,7	57,6	1,9	9,3	0,6	32,0	0,9	245,0	4,5
Total	1.321,4	100,0	3.053,8	100,0	1.574,5	100,0	3.500,9	100,0	5.467,1	100,0

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

A Tabela 13, que mostra a estrutura dos agentes repassadores de recursos externos ao longo do período estudado, fornece alguns importantes elementos para a discussão proposta. Destaque-se, em primeiro lugar, o crescente peso assumido pelos bancos comerciais no conjunto das instituições repassadoras de recursos externos. Conforme pode ser visto, os bancos comerciais ampliam substancialmente sua participação, que passa de 49,5% em 1972/73 para cerca de 80% em 1980/81. Tal ganho de importância resulta do maior peso assumido tanto pelos bancos comerciais privados como pelos bancos públicos. Em segundo lugar – e aqui o

Dívida externa e política econômica

que se quer enfatizar no momento –, o ganho de importância experimentado pelos bancos comerciais privados se deve, quase que exclusivamente, ao crescimento relativo das captações realizadas por bancos estrangeiros cuja participação se amplia de 8% no biênio 1972/73 para 21,8% ao final do período. Como pode ser observado na Tabela 14, as tomadas médias anuais realizadas em 1980/81 pelos bancos comerciais estrangeiros superam em 9,6 vezes aquelas do biênio 1972/73, enquanto as captações efetuadas pelos bancos privados nacionais crescem apenas 3,9 vezes. Na verdade, o índice de crescimento das captações efetuadas pelos bancos estrangeiros é superior ao índice de crescimento das tomadas de todos os demais agentes repassadores de recursos externos via Resolução n. 63.

Tabela 14
Estrutura relativa e índice de crescimento das captações por repasse,
segundo agentes repassadores
1972/73 e 1980/81

Discriminação	1972/73		1980/81		(B) / (A)
	Valor médio anual US\$ 10 ⁶ (A)	%	Valor médio anual US\$ 10 ⁶ (B)	%	
Bancos Comerciais	627,5	49,5	3.613,1	80,6	5,8
Públicos	154,2	12,2	1.205,1	26,9	7,8
Privados	473,3	37,3	2.408,0	53,7	5,1
Nacionais	371,1	29,3	1.429,3	31,9	3,9
Estrangeiros	102,2	8,0	978,7	21,8	9,6
Outros	639,9	50,5	870,9	19,4	1,4
Total da Resolução n. 63	1.267,4	100,0	4.484,0	100,0	3,5

Fonte: Extraído da Tabela 13.

Simultaneamente ao ganho de importância dos bancos comerciais estrangeiros, se verifica um expressivo aumento no grau de concentração das tomadas de recursos externos via Resolução n. 63 por parte dos bancos comerciais privados. Conforme pode ser observado na Tabela 15, os quatro maiores tomadores privados, que respondiam por cerca de 9,7% das captações por repasse no biênio 1972/73, respondem por mais de 20% das captações totais efetuadas ao final do período. Esse resultado reflete, na realidade, uma das faces do próprio processo de concentração bancária ocorrido ao

Paulo Davidoff Cruz

longo dos anos 70. Não obstante, cabe registrar que a concentração na tomada de recursos externos por repasse favorece de forma mais acentuada o segmento dos bancos estrangeiros, onde os quatro maiores tomadores passam de uma participação de 5%, em 1972/73, para 15,2%, em 1980/81, no conjunto das captações totais via Resolução n. 63. Mais ainda, verifica-se que, no período recente, a liderança da captação de recursos para repasse, no conjunto dos bancos comerciais privados, é assumida pelo maior banco estrangeiro em operação no país – o Citibank – que responde, sozinho, por cerca de 8% das captações totais efetuadas no biênio 1980/81.

Tabela 15
Bancos comerciais privados
Grau de concentração das tomadas via Resolução n. 63,
segundo a propriedade do capital
1972/73 e 1980/81

1972/73			1980/81		
Discriminação	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Discriminação	Média anual US\$ 10 ⁶	%
4 Maiores Nacionais	115,4	9,1	4 Maiores Nacionais	649,8	14,5
União dos Bancos Brasileiros	51,3	4,0	União dos Bancos Brasileiros	235,5	5,3
União Comercial S.A.	24,1	1,9	União Comercial S.A.	208,5	4,6
Banco Real S.A.	20,2	1,6	Banco Real S.A.	108,5	2,4
Banco da Bahia	19,8	1,6	Banco da Bahia	97,8	2,2
4 Maiores Estrangeiros	69,4	5,5	4 Maiores Estrangeiros	682,1	15,2
Banco Lar Brasileiro	24,2	1,9	Banco Lar Brasileiro	353,6	7,9
Banco Francês e Brasil. S.A.	20,9	1,7	Banco Francês e Brasil. S.A.	122,3	2,7
Citibank	17,4	1,4	Citibank	106,2	2,4
Sudameris	6,9	0,5	Sudameris	100,0	2,2
Total das tomadas via Resolução n. 63	1.267,4	100,0	Total das tomadas via Resolução n. 63	4.484,0	100,0

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

O extraordinário crescimento das captações para repasse efetuadas pelos bancos comerciais estrangeiros constituiu um dos eixos centrais de sua estratégia de expansão no mercado brasileiro. Como é sabido, os bancos comerciais compõem o segmento do

Dívida externa e política econômica

sistema financeiro doméstico que mais desenvolveu mecanismos de proteção – institucionalizados ou não – contra uma massiva penetração de capital estrangeiro de risco. Mesmo após as reformas dos anos 60, que definiram um marco institucional amplamente favorável ao capital estrangeiro, persistiram entraves tanto em relação à entrada de novos bancos estrangeiros quanto em relação à ampliação da rede de agências dos já existentes.⁹ Tais restrições acabaram, em última instância, por limitar o poder de concorrência dos bancos estrangeiros na disputa por maiores fatias na captação de recursos no mercado doméstico. Por essa razão, os bancos comerciais estrangeiros apresentaram um ganho de importância pouco expressivo no conjunto dos depósitos à vista e a prazo captados pelos bancos privados no mercado interno ao longo dos anos 70. Com efeito, conforme mostra a Tabela 16, os depósitos captados pelos bancos estrangeiros, que representavam cerca de 11% dos depósitos captados pelos bancos de capital nacional em 1970, experimentam um pequeno ganho de importância relativa no decorrer da década, retornando aos 11% em 1981.

Tabela 16
Depósitos totais e empréstimos dos bancos comerciais privados
Saldos em fins de período – Cr\$ bilhões de 1980^(*)
1970/81

Anos	Depósitos			Empréstimos		
	Nacionais (A)	Estrangeiros (B)	(B) / (A)	Nacional (C)	Estrangeiros (D)	(D) / (C)
1970	494,7	56,3	11,4	429,6	59,3	13,8
1972	741,1	72,8	9,8	696,2	90,0	12,9
1974	818,6	114,2	14,0	839,2	150,0	17,9
1976	878,6	114,2	13,0	918,7	226,2	24,6
1978	1012,6	172,4	17,0	1084,8	331,1	30,5
1980	762,9	115,7	15,2	881,3	267,7	30,4
1981	712,1	78,7	11,1	736,9	296,2	40,2

(*) Valores corrigidos pelo IGP-DI, Coluna 2, da revista Conjuntura Econômica, da Fundação Getúlio Vargas.

Fonte: Para 1970 a 1980, Banco Central do Brasil, "Quem é Quem" da revista Visão, Balanço Financeiro da Gazeta Mercantil e Revista Bancária Brasileira. Dados compilados por Teixeira (1983). Para 1981, "Quem é Quem" (1982).

⁹ Para uma análise da propriedade do capital nos diferentes segmentos do sistema financeiro brasileiro, ver Teixeira (1983). Sobre as "barreiras à entrada", ver Baer (1982).

Paulo Davidoff Cruz

Contudo, a situação é bastante diversa quando vista pelo lado das operações ativas dos bancos comerciais. Conforme pode ser visto na Tabela 16, a relação empréstimos dos bancos estrangeiros/empréstimos dos bancos de capital nacional passa de 13,8% em 1970 para cerca de 40% em 1981. Esse expressivo avanço dos bancos estrangeiros no conjunto das operações ativas dos bancos comerciais privados decorre, basicamente, da importância crescente assumida pelos recursos externos – captados nos moldes da Resolução n. 63 – no conjunto dos recursos mobilizados pelos bancos comerciais estrangeiros.

Tais resultados mostram que, ao longo dos anos 70, se combinaram duas tendências opostas. Por um lado, foi mantida uma política de relativa “reserva de mercado”, que redundou em restrições ao capital estrangeiro na disputa por maiores fatias dos depósitos à vista, forma por excelência de mobilização de recursos pelos bancos comerciais no mercado doméstico. Mas, simultaneamente, como discutido no Capítulo 2, adotou-se uma política francamente estimuladora da tomada de recursos externos, o que colocou os bancos estrangeiros, desde esse ponto de vista, em nítida vantagem em relação aos bancos privados de capital nacional. É evidente que as condições de acesso aos recursos externos via Resolução n. 63 são bastante desiguais, quando se considera os bancos estrangeiros vis-à-vis os bancos privados de capital nacional. Um exemplo de tal desigualdade é o spread significativamente mais baixo cobrado aos bancos estrangeiros.¹⁰ Resulta daí que os bancos estrangeiros, impedidos de crescer via depósitos, tiveram seu crescimento enormemente potenciado pela mobilização de recursos externos via Resolução n. 63. Assim, além de dar suporte institucional a um massivo ingresso de capital de empréstimo originário de instituições financeiras dos países capitalistas

¹⁰ Ver, a respeito, Wellons (1977: 311).

avançados, a Resolução n. 63 constituiu um dos pilares centrais da estratégia de crescimento dos bancos comerciais estrangeiros instalados no país.

Além dos bancos estrangeiros, os bancos comerciais estatais também apresentaram um sensível ganho de importância no conjunto das operações de repasse via Resolução n. 63, passando de uma participação da ordem de 12%, em 1972/73, para uma participação de quase 28% no biênio 1980/81. Em termos médios anuais, as captações do final do período superam em 7,8 vezes aquelas do biênio 1972/73, o que indica um ritmo de crescimento ultrapassado apenas pelo das captações dos bancos estrangeiros. Todavia, os determinantes do ganho de importância dos bancos estatais são de natureza diversa daqueles já discutidos para os bancos estrangeiros, estando mais afetos às condições prevalentes no mercado internacional, e à forma de operar dos bancos estatais brasileiros nesse mercado, do que às estratégias de concorrência e expansão no mercado doméstico.

Saliente-se, antes de tudo, que o ganho de importância dos bancos estatais resulta, em larga medida, do comportamento das captações efetuadas pelo Banco do Brasil – de longe o principal tomador de recursos via Resolução n. 63 no conjunto dos bancos comerciais públicos – e que este guarda estreita correlação com os “ciclos” de liquidez no mercado internacional. Conforme pode ser visto na Tabela 17, o Banco do Brasil amplia sua participação nos períodos de “liquidez restrita”, reduzindo-a quando as condições de crédito tornam-se mais favoráveis. Com efeito, no início dos anos 70, época de crédito abundante e barato, a participação das captações efetuadas pelo Banco do Brasil no conjunto das captações via Resolução n. 63 é pouco significativa. Já no biênio 1974/75, quando emerge a primeira crise de liquidez no euromercado, a participação relativa do Banco do Brasil alcança níveis bastante

Paulo Davidoff Cruz

elevados. Posteriormente, coincidindo com o período de regularização da reciclagem dos petrodólares, há outra queda de peso relativo seguida de novo ganho de importância no fim dos anos 70 e início dos anos 80. Esse comportamento das captações do Banco do Brasil – com movimentos inversos aos das condições prevalentes no mercado internacional – explica-se, dado o porte já adquirido pelo banco como instituição financeira internacional, pela forma através da qual essa dimensão internacional é utilizada pelas autoridades governamentais como instrumento de mobilização de recursos externos, nos momentos de maiores dificuldades de fechamento do balanço de pagamentos.

Tabela 17
Participação do Banco do Brasil no conjunto das operações de repasse
1972/81

Discriminação	US\$ 10 ⁶									
	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Bancos Comerciais	159,4	149,0	669,0	413,7	343,1	390,1	832,7	388,2	1.159,0	1.251,2
Públicos (A)										
Banco do Brasil (B)	65,7	54,3	419,8	264,6	124,0	96,0	405,8	164,5	619,0	570,0
Total da Resolução n. 63 (C)	1.465,2	1.069,5	1.068,0	928,3	1.572,5	1.321,4	3.053,8	1.574,8	3.500,9	5.467,1
(A) / (C) (%)	10,9	13,9	41,6	44,6	21,8	29,5	27,3	24,7	33,1	22,9
(B) / (C) (%)	4,5	5,1	26,1	28,5	7,9	7,3	13,3	10,4	17,4	10,4

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Para melhor situar esse ponto convém recuperar, ainda que de forma sumária, a trajetória das atividades dos bancos brasileiros junto ao mercado internacional no período recente. Como é sabido, os anos 70 marcaram uma fase de sistemática saída de bancos brasileiros em busca de mercados externos. A intensidade desse processo é ilustrada, por exemplo, pelo fato de que os bancos brasileiros ampliam suas dependências no exterior de 21, em 1972, para 197 em 1981.¹¹ A despeito da relativa diversificação ocorrida ao fim do período, o Banco do Brasil continua a ser, de longe, o

¹¹ Incluindo agências, filiais subsidiárias e escritórios de representação. Ver, a respeito, Baer (1982: 47 e ss.).

Dívida externa e política econômica

principal banco brasileiro com atividades no exterior, notadamente junto às praças financeiras internacionais. As operações dos bancos brasileiros no exterior se desenvolveram em duas direções principais: apoio à expansão do comércio exterior e captação de recursos no mercado internacional. Quanto à última, que é a que interessa no momento, diversas foram as formas assumidas. Assim, em relação ao Banco do Brasil, principal agente captador, três foram as formas básicas:

- (1) participação em bancos internacionais, como, por exemplo, no EUROBRÁS – *European Brazilian Bank Limited*;
- (2) participação em sindicatos bancários financiadores de recursos externos ao Brasil;
- (3) empréstimos aos setores público e privado brasileiros nos moldes da Lei n. 4131 e da Resolução n. 63. Destaque-se, a propósito, que a grande maioria das operações para repasse contratadas pelo Banco do Brasil tem como agente credor internacional agências do próprio banco em diferentes praças financeiras internacionais.

A Tabela 18 mostra a evolução da participação de agências de bancos brasileiros no exterior operando como agentes credores de operações para repasse contratadas nos termos da Resolução n. 63 ao longo do período estudado. O primeiro aspecto a destacar é a efetiva diversificação ocorrida ao final do período estudado, quando vários bancos brasileiros, a partir de suas agências em diferentes praças financeiras internacionais, passam a captar recursos de curto prazo para transformá-los em empréstimos de longo prazo ao Brasil.

Paulo Davidoff Cruz

Tabela 18
Empréstimos em moeda via Resolução n. 63
Participação dos Bancos Brasileiros no conjunto das instituições credoras
1972/81

	US\$ 10 ⁶									
Discriminação	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Banco do Brasil (A)	72,1	70,8	442,3	183,3	75,0	69,0	35,0	144,5	681,0	626,0
Banespa	0,2	11,8	36,0	3,1	7,2	27,0	31,0	96,2	181,0	178,5
Real	0,6	--	4,5	4,1	12,0	--	74,5	80,0	12,7	45,7
Safra	--	0,7	--	--	--	3,7	1,8	3,7	--	6,0
Comind	--	--	--	--	--	--	51,5	23,5	19,7	9,0
Mercantil	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5,0
Itaú	--	--	--	--	--	--	--	--	5,0	5,0
Econômico	--	--	--	--	--	--	--	--	20,0	23,0
Nacional	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3,0
Total (B)	72,9	83,3	482,8	190,5	94,2	99,7	193,8	347,9	919,4	901,2
Total Resolução n. 63 (C)	1.465,2	1.069,5	1.608,0	428,3	1.572,5	1.321,4	3.053,8	1.574,5	3.500,9	5.467,1
(B) / (C) (%)	5,0	7,8	30,0	20,5	6,0	7,5	6,3	22,1	26,3	16,5
(A) / (C) (%)	4,9	6,6	27,5	19,7	4,8	5,2	1,1	9,2	19,5	11,5

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros
- FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Não obstante, o Banco do Brasil ainda permanece como o principal banco brasileiro a realizar esse tipo de operação, secundado, agora, por outro banco estatal, o Banco do Estado de São Paulo. Em segundo lugar, e aqui o principal ponto a enfatizar, o peso do Banco do Brasil no conjunto dos bancos credores de operações para repasse, via Resolução n. 63, apresenta um comportamento claramente pautado pelas condições de liquidez observadas no mercado financeiro internacional. Pelos dados da Tabela 18, verifica-se que as agências externas do Banco do Brasil foram mais intensamente acionadas no biênio 1974/75 e ao final do período estudado, ou seja, exatamente nas conjunturas onde se agravam as condições de oferta do crédito internacional. É interessante destacar que essa forma de operar do Banco do Brasil – fazendo as vezes de reciclador de recursos para o país quando as condições de liquidez internacional tornam-se precárias – se repete em relação às operações realizadas nos moldes da Lei n. 4131. Conforme mostra a Tabela 19, a participação das agências externas do Banco do Brasil como credoras de empréstimos diretos a agentes públicos e privados

Dívida externa e política econômica

no país alterna períodos de baixa e alta, segundo os “ciclos” de liquidez no mercado internacional.

Em suma, os elementos apresentados evidenciam que o Banco do Brasil – através de suas agências em vários países do mundo, captando recursos de curto prazo no mercado internacional e ofertando empréstimos de longo prazo ao Brasil – respondeu, no decorrer do período estudado, a determinações de política econômica cuja diretriz principal foi a de enfrentar as dificuldades manifestas no balanço de pagamentos através de medidas acionadas num contexto de permanente aprofundamento do próprio endividamento externo. Não é demais lembrar que, no plano interno, do ponto de vista da demanda por recursos externos, a ausência progressiva de tomadores privados foi “resolvida” mediante vários expedientes que, de uma ou de outra forma, intensificaram a “estatização” da dívida externa brasileira. No plano internacional, onde as possibilidades de ação sobre as condições de oferta são praticamente nulas, as situações de “liquidez restrita” – nas quais há evidente deterioração quanto às condições de crédito – tiveram como um de seus caminhos de enfrentamento o lançamento do principal banco estatal brasileiro nas praças internacionais fazendo as vezes de reciclador de recursos para o país. Esse movimento, que explica o ganho de importância experimentado, ao final do período, pelo Banco do Brasil no conjunto das operações internas de repasse, deu origem a um elemento adicional de vulnerabilidade ao processo de endividamento externo recente, dada a forte dessimetria temporal das estruturas ativas e passivas observada nas operações bancárias internacionais.

Paulo Davidoff Cruz

Tabela 19
Empréstimos em moeda via Lei n. 4131
Participação dos Bancos Brasileiros no conjunto das instituições credoras
1972/81

	US\$ 10 ⁶									
Discriminação	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Banco do Brasil (A)	24,3	52,9	334,7	491,6	373,0	56,0	307,6	102,5	682,2	765,0
Banespa	--	--	--	--	5,7	--	--	--	--	--
Real	--	--	--	37,1	12,2	--	7,1	--	--	30,0
Comind	--	--	--	--	--	--	20,0	21,4	40,0	--
Econômico	--	--	--	--	--	--	--	--	--	14,3
Total (B)	24,3	52,9	334,7	528,7	390,9	56,0	334,7	123,9	722,2	809,3
Total Lei n. 4131 (C)	2.497,5	2.849,2	3.109,5	3.773,0	3.826,0	4.857,4	8.828,9	8.650,3	4.811,1	7.596,6
(B) / (C) (%)	1,0	1,9	10,8	14,0	10,2	1,2	3,8	1,4	15,0	10,6
(A) / (C) (%)	1,0	1,9	10,8	13,0	9,7	1,2	3,5	1,2	14,2	10,1

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros
- FIRCE, do Banco Central do Brasil.

As operações para repasse e o processo de endividamento recente

O exame das operações para repasse através da Resolução n. 63, além de contemplar a ótica das instituições repassadoras domésticas, deve avançar no sentido de elucidar o papel desempenhado por tais operações na dinâmica do endividamento externo experimentado pela economia brasileira em período recente. Tal análise é particularmente importante por permitir aprofundar a discussão sobre desequilíbrios externos, "estatização" da dívida externa e política econômica executada no período.

Para os objetivos propostos, é de grande interesse analisar o comportamento das captações para repasse vis-à-vis o comportamento do conjunto dos empréstimos em moeda estrangeira contraídos pela economia brasileira a partir do início dos anos 70. A Tabela 20, que mostra a estrutura dos empréstimos em moeda segundo modalidades de captação, indica a existência de três diferentes fases ao longo do período em estudo. Na primeira, que corresponde ao triênio 1972/74, observa-se uma elevada participação, ainda que secundária, das operações para repasse no

Dívida externa e política econômica

conjunto dos empréstimos em moeda registrados junto ao Banco Central. Conforme pode ser visto na Tabela 20, as operações para repasse respondem, em média, por cerca de 33% dos empréstimos totais contraídos no período, o que ilustra a importância que tais operações assumem no primeiro movimento de impulsão da dívida externa brasileira. A segunda fase, que vai de 1975 a 1979, tem como característica principal uma perda de importância relativa das operações para repasse. Nesse período, a despeito das fortes oscilações verificadas de ano para ano, a participação das captações via Resolução n. 63 cai para um percentual médio da ordem de 22%. Já no último período, que corresponde ao biênio 1980/81, há uma sensível mudança de comportamento quando as operações para repasse voltam a ganhar importância, chegando a responder por mais de 40%, em média, dos empréstimos em moeda contraídos no período. Conforme mostra a Tabela 20, as tomadas anuais, que oscilaram entre US\$ 1 bilhão e US\$ 1,6 bilhão anuais no período 1972/79, atingem um valor médio anual superior a US\$ 4 bilhões em 1980/81. A única exceção diz respeito a 1978, quando o volume de empréstimos em moeda, tanto por captação direta quanto por repasse, cresce significativamente como resultado da forte liquidez observada no mercado financeiro internacional.

Os resultados acima evidenciam que as operações para repasse apresentaram, à exceção do biênio 1980/81, um comportamento "cíclico" semelhante àquele já descrito para as captações privadas efetuadas nos moldes da Lei n. 4131. Com efeito, as operações para repasse mostram um expressivo peso relativo no período de auge do ciclo expansivo (1972/74), quando a demanda por crédito exercida pelo setor privado cresce a taxas elevadas e quando o diferencial do custo do dinheiro é indutor da tomada de recursos externos. O substrato de tais operações é a demanda por recursos para capital fixo e para capital de giro

Paulo Davidoff Cruz

exercida pelo segmento de empresas de capital nacional sem acesso direto ao mercado financeiro internacional. Não é demais lembrar que, nesse período, as contas externas brasileiras estão praticamente equilibradas e que a contrapartida das tomadas externas é predominantemente financeira. Por outra parte, as operações para repasse perdem importância relativa já a partir de 1975, quando a economia brasileira dá os primeiros sinais de desaceleração de seu crescimento. A queda do ritmo de crescimento das atividades privadas acaba por afetar o ritmo de crescimento da demanda por crédito, inclusive em sua componente externa. Nesse período, dadas as necessidades crescentes de recursos externos, são adotadas, como já discutido no Capítulo 2, várias medidas visando estimular a captação privada de empréstimos externos. Além das medidas gerais relativas a empréstimos em moeda, destaque-se a Circular n. 230, de setembro de 1974, que instituiu o mecanismo dos depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN das parcelas não repassadas a agentes econômicos domésticos. Esse mecanismo foi altamente vantajoso aos bancos repassadores, de vez que o Banco Central passou a assumir praticamente todos os encargos incidentes sobre as parcelas nele depositadas. Ainda em relação às operações para repasse, registre-se a Resolução n. 347, de novembro de 1975, que isentou as operações realizadas nos moldes da Resolução n. 63 do imposto sobre operações financeiras. Quanto às medidas mais gerais adotadas a partir de 1974, vale lembrar, dentre outras, as seguintes: redução dos prazos mínimos, de amortização e carência, exigidos pelo BACEN; estímulos fiscais via alterações, primeiro da alíquota e depois da sistemática, do imposto de renda incidente sobre as remessas; liberação das taxas internas de juros, etc. Não obstante, e à semelhança do ocorrido com as captações privadas via Lei n. 4131, as medidas de estímulo se mostraram insuficientes para fazer

Dívida externa e política econômica

com que as operações para repasse aumentassem, ou mesmo mantivessem, sua participação no conjunto das tomadas externas.

Tabela 20
Empréstimos em moeda
Estrutura dos fluxos brutos anuais, segundo modalidades de captação
1972/81

Discriminação	1972		1973		1974		1975		1976	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Lei n. 4131	2.497,5		2.849,2		3.109,5	65,9	3.773,0		3.826,0	
	63,0		72,7				80,3		70,0	
Resolução n. 63	1.465,2		1.069,5		1.608,0	34,1	928,3		1.572,5	
	37,0		27,3				19,7		29,1	
Total	3.962,7		3.918,7		4.717,5	100,0	4.701,3		5.398,5	
	100,0		100,0				100,0		100,0	

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Contudo, tal comportamento “cíclico”, análogo ao verificado para as captações privadas efetuadas nos moldes da Lei n. 4131, altera-se substancialmente no biênio 1980/81, quando as captações para repasse passam a responder por mais de 40% dos empréstimos em moeda contratados no período. A explicação para essa súbita assimetria em relação ao comportamento das captações privadas diretas deve ser buscada no esgotamento dos mecanismos indutores da tomada de recursos externos postos em prática no período imediatamente anterior. Conforme já exaustivamente discutido, às necessidades crescentes de recursos externos correspondeu uma progressiva retração relativa das captações privadas via Lei n. 4131. Como se recorda, as empresas de capital nacional reduzem sua participação já em 1975, enquanto as empresas de capital externo começam a reduzir sua participação em 1978. Além do mais, como visto acima, as operações para repasse através da Resolução n. 63 também apresentam retração relativa no período após 1974. A contrapartida de tais movimentos foi a crescente intensificação das tomadas realizadas pelo setor público, mais especificamente pelas empresas estatais que mantêm níveis

Paulo Davidoff Cruz

elevados de inversão e que, simultaneamente, alteram seu padrão de financiamento a favor do uso mais intensivo de recursos externos.

Tabela 21
Indicadores da estrutura passiva dos bancos comerciais
1971/81
(Saldos em fim de período)

US\$ 10⁶

	Bancos comerciais públicos e privados ⁽¹⁾					Bancos comerciais privados				
	Depósitos à vista (A)	Capital + reservas (B)	Captação Resol. n. 63 (C)	C/A	C/B	Depósitos à vista (D)	Capital + reservas (E)	Captação Resol. n. 63 (F)	F/D	F/E
1971	28,2	7,4	3,3	0,12	0,45	21,9	4,7	2,2	0,10	0,47
1972	40,4	9,8	6,1	0,15	0,62	30,7	6,5	4,6	0,15	0,71
1973	59,4	12,3	7,2	0,12	0,59	44,5	8,0	5,5	0,12	0,69
1974	79,3	16,3	11,6	0,15	0,71	57,8	10,7	8,3	0,14	0,78
1975	113,9	22,0	16,4	0,14	0,75	83,4	14,7	11,5	0,14	0,78
1976	153,4	32,7	31,5	0,21	0,96	112,0	21,8	23,2	0,21	1,06
1977	215,0	54,8	52,2	0,24	0,95	152,4	36,9	37,1	0,24	1,01
1978	306,6	111,0	91,8	0,30	0,83	218,5	76,7	66,1	0,30	0,86
1979	522,5	138,9	202,3	0,39	1,46	376,6	98,1	147,1	0,39	1,50
1980	907,3	233,0	420,8	0,46	1,81	656,9	170,9	314,3	0,48	1,89
1981	1.569,3	536,9	1.234,9	0,79	2,30	1.075,3	394,5	965,0	0,90	2,45

⁽¹⁾ Exceto Banco do Brasil.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (v. 19, n. 3, mar. 1983).

Todavia, no início dos anos 80, a “política de estatização” da dívida externa começa a se defrontar com obstáculos crescentes. Por um lado, as necessidades de recursos externos se mostram ampliadas por conta do segundo choque do petróleo e, principalmente, da explosão das taxas de juros no mercado financeiro internacional. Por outro lado, as empresas estatais se vêem impossibilitadas de acelerar seu ritmo de captação em função tanto do elevado grau de endividamento já atingido em vários setores, com a conseqüente deterioração da relação capital próprio/recursos de terceiros, como, principalmente, do escasseamento relativo de projetos de inversão capazes de fornecer substrato a novas tomadas diretas junto ao sistema financeiro privado internacional. Esse segundo fator é fortemente agudizado em 1981 quando, no bojo da política abertamente recessiva, são impostos cortes generalizados aos investimentos públicos.

Dívida externa e política econômica

Diante desse novo impasse, as autoridades governamentais promovem uma radical guinada nos esquemas indutores da tomada de recursos externos. Assim, conforme discutido no Capítulo 2, paralelamente à ampliação do diferencial do custo do dinheiro, são impostos, a partir de 1980, tetos quantitativos à expansão do crédito do sistema financeiro doméstico, exceto no tocante a operações lastreadas em repasse de recursos externos. Ou seja, dada a resposta pouco efetiva das captações privadas – diretas e para repasse – aos estímulos que vinham sendo acionados, e dado o relativo “esgotamento” do processo de endividamento das empresas estatais, optou-se por um caminho que, passando pela intensificação da “dolarização” da estrutura passiva dos bancos comerciais e de investimento, acabaria por determinar o aprofundamento da “dolarização” da estrutura passiva de vastos segmentos do setor privado brasileiro. Isso porque, com tetos quantitativos de expansão do crédito fixados em níveis inferiores aos da inflação, parcela significativa dos recursos necessários ao giro dos negócios teria de provir, obrigatoriamente, das operações de repasse de recursos externos. Além da medida principal – fixação de tetos quantitativos – várias outras foram adotadas visando dar suporte a uma massiva tomada de recursos externos via Resolução n. 63, como, por exemplo, a ampliação, processada em janeiro de 1980, do limite operacional de captação de recursos externos dos bancos comerciais de duas para quatro vezes a soma do capital realizado mais reservas livres.

O fenômeno de “dolarização” da estrutura passiva dos bancos comerciais, principais responsáveis pela intermediação de recursos via Resolução n. 63, é suficientemente ilustrado pelos dados apresentados na Tabela 21. Conforme pode ser observado, as operações de repasse contratadas no exterior representavam pouco mais de 10% dos depósitos à vista dos bancos comerciais na

Paulo Davidoff Cruz

primeira metade dos anos 70. A partir de 1976, quando se dá a liberação da taxa de juros visando estimular a captação de recursos externos, as operações para repasse passam a ganhar importância crescente em relação aos depósitos à vista. Contudo, é ao final do período estudado, que corresponde à etapa de fixação de tetos quantitativos para o crédito interno, que as operações para repasse experimentam notável ganho de importância apresentando valores absolutos quase que iguais àqueles dos depósitos à vista. O fenômeno descrito é mais acentuado para os bancos comerciais privados, que, em 1981, contratam operações para repasse externo num valor equivalente a 90% do valor dos depósitos à vista totais captados internamente. Não é demais lembrar que esse movimento foi enormemente potenciador do crescimento dos bancos estrangeiros em operação no país.

Contudo, isso não significa que o processo tenha se completado, vale dizer, que o setor privado tenha efetivamente absorvido a totalidade dos volumosos empréstimos externos tomados para repasse pelos bancos comerciais e de investimento em 1980/81. Por um lado, a conjuntura vivida pela economia brasileira, já bastante inibidora de captações privadas há algum tempo, torna-se manifestamente recessiva em 1981, o que impacta negativamente a demanda de crédito exercida pelo setor privado. Por outro, e não obstante o elevado diferencial do custo do dinheiro, a demanda específica por recursos denominados em dólar é negativamente afetada, como já discutido, pelas oscilações bruscas da política cambial do período, que eleva o “grau de incerteza” quanto à captação de recursos externos. Resulta, dos movimentos apontados, que parcela significativa do maciço volume de recursos tomados via Resolução n. 63 acabaria tendo de ser canalizada, dada a retração da demanda privada, para o setor público e mais particularmente para as empresas estatais.

Dívida externa e política econômica

As próprias autoridades governamentais, movendo-se em meio a contradições ampliadas, revogam, no primeiro semestre de 1980, a proibição, a que estavam sujeitos estados, municípios e autarquias, da tomada de recursos externos via Resolução n. 63. Além disso, mais ou menos por essa época, o Conselho Monetário Nacional aprova um conjunto de facilidades visando estimular a contratação de operações de repasse pelas empresas estatais, como:

- (1) permissão para que os bancos de investimento ultrapassem o limite máximo de risco por cliente no caso de repasse a empresas estatais;
- (2) permissão para que, no repasse às estatais, a liberação dos depósitos voluntários não ficasse sujeita à sistemática prevista na Resolução n. 589, de dezembro de 1979;
- (3) permissão para que tais repasses também fossem liberados do disposto na Resolução n. 595, de janeiro de 1980, a qual previa a constituição de depósito compulsório com liberação parcelada de recursos.

Era rompida, dessa forma, a divisão até então prevalecente que contemplava a tomada direta de recursos externos por parte de empresas de capital externo e de empresas estatais, reservando os recursos para repasse a empresas privadas de capital nacional. O setor público, notadamente as empresas estatais, passaria, a partir daí, a tomar montantes significativos de recursos externos via Resolução n. 63, retomando, por esse caminho, a marcha da “estatização” da dívida externa brasileira.

O fenômeno apontado tem no comportamento das empresas do setor siderúrgico seu exemplo mais conspícuo. Em 1980, ano em que a Resolução n. 63 é recolocada na ordem do dia, tais empresas realizam contratos para repasse da ordem de US\$ 270 milhões, o que representa cerca de 8% das tomadas totais efetuadas nos moldes

Paulo Davidoff Cruz

da Resolução n. 63. Nesse ano, as principais tomadas realizadas pelas empresas do setor ainda se fazem nos moldes da Lei n. 4131. Contudo, em 1981, as empresas siderúrgicas ampliam consideravelmente as tomadas através da Resolução n. 63 contratando recursos da ordem de US\$ 1 bilhão, o que significa que tais empresas foram responsáveis pela absorção de cerca de 20% das operações totais de repasse realizadas no ano. Na verdade, o que ocorre nesse ano é uma radical modificação nas fontes de recursos externos do setor siderúrgico, com a substituição de operações de captação direta via Lei n. 4131 por operações intermediadas pelo sistema financeiro doméstico. Tal fenômeno se deu de forma relativamente generalizada, envolvendo diferentes empresas estatais além de órgãos da administração direta federal, estadual e municipal.

Tabela 22
Depósitos registrados em moeda estrangeira no
Banco Central do Brasil nos termos da Circular n. 230
1981

Mês	US\$10 ⁶		
	Voluntários ⁽¹⁾	Transferências disponíveis s/ juros ⁽²⁾	Total
Janeiro	281,1	--	281,1
Fevereiro	272,3	--	272,3
Março	250,6	--	250,6
Abril	266,6	--	266,6
Maiο	293,2	--	293,2
Junho	292,7	505,0	797,7
Julho	609,8	739,3	1349,1
Agosto	763,6	809,7	1573,3
Setembro	824,5	908,8	1733,3
Outubro	818,2	1057,6	1875,8
Novembro	821,3	1061,1	1882,4
Dezembro	797,2	1105,8	1903,0

⁽¹⁾ Refere-se ao montante depositado voluntariamente pelos bancos comerciais e de investimento, nos termos originalmente previstos pela Circular n. 230.

⁽²⁾ Refere-se aos montantes já liberados do depósito compulsório (Resolução n. 595, de 16 jan. 1980) que permanecem depositados por ausência de tomadores finais. Anteriormente a junho de 1981, o valor correspondente às parcelas liberadas continuava registrado como depósito compulsório.

Fonte: Departamento Econômico do BACEN.

Todavia, esse novo escoadouro foi insuficiente para dar vazão ao fluxo gigantesco de recursos externos contratados nos

Dívida externa e política econômica

moldes da Resolução n. 63. Ou seja, não obstante os expressivos contratos assumidos pelo setor público, parcela significativa dos recursos de repasse acabou por não encontrar tomadores finais, indo desaguar junto ao Banco Central, em depósitos efetuados nos termos da Circular n. 230. Conforme pode ser observado na Tabela 22, os depósitos efetuados junto ao Banco Central, tanto os voluntários correspondentes a operações “velhas” como as transferências relativas a parcelas liberadas de “novas” operações, crescem substancialmente a partir de meados de 1981, alcançando um montante próximo a US\$ 2 bilhões ao final do ano. A parcela referente exclusivamente a “novas” operações através da Resolução n. 63 atinge a cifra de US\$ 1,1 bilhão em dezembro de 1981, o que equivale a cerca de 20% das operações para repasse contratadas no ano. A variação líquida da conta é, por sua vez, da ordem de US\$1,6 bilhão, ou seja, cerca de 30% do montante contratado no ano. É importante ter presente que tais depósitos nada mais são, em última instância, do que captações efetuadas pelo setor público – no caso, pelas próprias autoridades monetárias – com o objetivo de fechar as contas externas. A intermediação financeira pouco significado tem de vez que o Banco Central assume praticamente todos os encargos financeiros, além do risco de câmbio implícito na operação. Sob esse ponto de vista, tais depósitos correspondem, de fato, a empréstimos contraídos pelas autoridades monetárias – que fazem as vezes de tomadores finais –, assemelhando-se a outras obrigações que compõem o passivo não-monetário do BACEN.

Sintetizando a discussão anterior, é possível afirmar que ao final do período estudado está recolocada a mesma contradição fundamental: necessidade da tomada líquida de recursos externos por uma parte e ausência de agentes internos dispostos a contrair compromissos em moeda estrangeira nas magnitudes desejadas, por outra. Resulta, daí, uma situação inusitada na qual o processo de

“estatização” da dívida externa assume formas extremas. O ponto de partida desse novo movimento se dá quando, esgotada a “política de estatização” da dívida, as instituições financeiras domésticas são induzidas à tomada maciça de recursos externos no bojo de uma política de curtíssimo prazo destinada a garantir o fechamento do balanço de pagamentos. Conforme visto, tal política beneficia, de forma especial, a expansão dos bancos comerciais estrangeiros em operação no país e vem acompanhada de uma intensificação da ação das agências internacionais dos bancos estatais brasileiros como agentes recicladores de recursos externos para o país. Contudo, contraditoriamente, a política recessiva levada a cabo pelas autoridades governamentais provoca uma forte retração na demanda por crédito exercida pelo setor privado, de tal forma que parcela significativa dos recursos tem de ser repassada ao setor público, principalmente às empresas estatais, cujo elevado grau de endividamento já começa a dificultar crescentes tomadas diretas junto ao sistema internacional. Não obstante, ainda restam volumes expressivos de recursos contratados via Resolução n. 63 que não encontram tomadores finais e que são assumidos pelas próprias autoridades monetárias. Chega-se, dessa forma, ao final de um processo onde, em meio a contradições cada vez mais aguçadas, se esgotam os vários expedientes de curto prazo acionados pelas autoridades governamentais visando induzir crescentes tomadas de recursos externos em meio a uma conjuntura não mais de desaceleração do crescimento, mas num quadro abertamente recessivo. Como visto, é a própria política recessiva, acordada entre os credores internacionais e as autoridades econômicas brasileiras como a política adequada para fazer frente aos desajustes do balanço de pagamentos, que determina, agora, formas extremas ao processo de “estatização” da dívida externa brasileira.

Dívida externa e política econômica

O financiamento de importações

A predominância das contratações públicas

A parcela da dívida externa brasileira contraída sob a forma de importações financiadas apresenta, quando vista sob a ótica da propriedade de capital dos tomadores, uma importante especificidade em relação aos empréstimos em moeda (captação direta via Lei n. 4131) antes analisados: trata-se de uma modalidade de endividamento que é assumida, desde o início do período em estudo, quase que exclusivamente pelo setor público. Conforme pode ser visto na Tabela 23, o setor público é responsável, já ao início do período, por cerca de 70% dos financiamentos autorizados pelo Banco Central. Não obstante, e à semelhança do ocorrido com os empréstimos em moeda, o peso do setor público acentua-se, ainda mais, no decorrer da década, atingindo um percentual superior a 80% das autorizações totais no biênio 1980/81.¹²

Tabela 23
Financiamentos de importação autorizados
Estrutura segundo a propriedade de capital do tomador
1972/81^(*)
(Médias bianuais)

Discriminação	1972/73		1974/75		1976/77		1978/79		1980/81	
	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%
Setor Privado	555,3	28,8	813,5	33,0	883,5	24,5	603,3	15,3	881,1	17,7
Setor Público	1.376,0	71,2	1.654,1	67,0	2.715,6	75,5	3.348,7	84,7	4.086,4	82,3
Total	1.931,3	100,0	2.467,6	100,0	3.599,1	100,0	3.952,0	100,0	4.967,5	100,0

(*) De 1972 a 1975: saques efetivos. De 1976 a 1981: linhas de crédito autorizadas (ver Anexo metodológico).

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE, do Banco Central do Brasil.

¹² Sobre o significado dos valores absolutos apresentados nas tabelas deste capítulo, consultar o Anexo "Nota sobre os dados básicos utilizados no Capítulo 3".

Paulo Davidoff Cruz

Do ponto de vista setorial, os financiamentos contratados pelo setor público apresentam comportamento semelhante àquele dos empréstimos em moeda, com forte concentração em três setores de atividade, a saber: energia, siderurgia e transportes. O setor de energia, o mais importante dos três, tem participação crescente no período estudado, chegando a responder por quase 40% das autorizações totais efetuadas pelo Banco Central no biênio 1980/81 (Tabela 24). No conjunto dos financiamentos pelo setor de energia, é possível identificar vários pacotes contratados no exterior e que estão vinculados à execução de grandes programas/projetos setoriais. Destaquem-se, em primeiro lugar, as linhas de crédito autorizadas para o programa nuclear brasileiro, que, já em 1976, é beneficiário de um grande contrato – no valor de US\$ 1.672,2 milhão – cujos credores são, basicamente, instituições financeiras públicas e privadas da República Federal Alemã. Tal financiamento, contraído por Furnas Centrais Elétricas S/A, se refere a importações da usina termonuclear Angra-1. Mais ao final do período, expressivas linhas de crédito são autorizadas pelo Banco Central, e contratadas diretamente pela NUCLEBRÁS junto a instituições alemãs. Conforme pode ser visto, as autorizações destinadas ao programa nuclear brasileiro atingem um montante próximo a US\$ 2 bilhões, no biênio 1980/81. Quanto ao programa de energia hidrelétrica, registre-se o conjunto de contratos autorizados pelo Banco Central em 1979, no valor de US\$ 600,7 milhões, efetuado por Itaipu Binacional e que tem como credores instituições financeiras públicas e privadas de vários países europeus. Além disso, há, ao longo do período, financiamentos autorizados para praticamente todas as subsidiárias da ELETROBRÁS que operam nas diversas regiões do país.

Dívida externa e política econômica

Tabela 24
 Financiamentos de importação autorizados
 Estrutura dos financiamentos do setor público,
 segundo principais setores de atividade
 1972/81^(*)
 (Médias bianuais)

Discriminação	1972/73		1974/75		1976/77		1978/79		1980/81	
	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%
Setor Privado	1.376,0	71,2	1.654,2	67,0	3.257,4	78,7	3.348,9	84,7	4.086,6	82,3
Energia	284,7	14,7	257,9	10,5	1.245,8	30,1	1.136,1	28,7	1.887,2	38,0
Siderurgia	425,5	22,0	172,2	7,0	710,9	17,2	1.015,2	25,7	202,1	4,0
Transportes	122,5	6,3	580,0	23,5	482,3	11,6	213,9	5,4	426,2	8,6
Petroquímica	53,4	2,8	99,4	4,0	168,4	4,1	229,7	5,8	407,7	8,2
Adm. Pública	263,7	13,7	237,5	9,6	244,7	5,9	342,7	8,7	784,5	15,8
Intern. Financ.	149,0	7,7	65,9	2,7	200,0	4,8	202,5	5,1	255,2	5,1
Outros	77,2	4,0	241,3	9,7	205,3	5,0	208,8	5,3	123,7	2,6
Setor Público	555,3	28,8	813,5	33,0	883,5	21,3	603,3	15,3	881,1	17,7
Total	1.931,3	100,0	2.467,7	100,0	4.140,9	100,0	3.952,2	100,0	4.967,7	100,0

(*) De 1972 a 1975: saques efetivos. De 1976 a 1981: linhas de crédito autorizadas (ver Anexo metodológico).

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Quanto ao setor siderúrgico há que se considerar duas fases distintas. Na primeira, que vai de 1972 a 1976, os financiamentos autorizados destinam-se aos programas de expansão (Estágio II do Programa Siderúrgico Nacional) das três grandes siderúrgicas estatais: CSN, COSIPA e USIMINAS. Neste período, os financiamentos autorizados para tais empresas montam a US\$1.507,3 milhão. Na fase seguinte, a partir de 1977, os financiamentos autorizados para o setor siderúrgico têm como beneficiários principais os dois novos projetos do setor, a saber: Siderúrgica Açominas e Usina Siderúrgica Tubarão. Assim, no biênio 1977/78, o Banco Central autoriza linhas de crédito para importações da ordem da US\$ 985,6 milhões para a usina de laminados não-planos da AÇOMINAS, enquanto, em 1979, é autorizado um contrato no valor de US\$ 1.643,1 milhão, que tem como beneficiária a Usina Siderúrgica Tubarão e como credores empresas japonesas e italianas que participam acionariamente dos empreendimentos.

Paulo Davidoff Cruz

No setor de transportes destacam-se, por exemplo, as linhas de crédito autorizadas pelo Banco Central no biênio 1975/76, no valor de US\$ 644,1 milhões, e que tem como beneficiária a Rede Ferroviária Federal. Trata-se, nesse caso, de financiamentos concedidos à Ferrovia do Aço pelos governos da Romênia e Iugoslávia, pelo Banco Mundial e por fornecedores privados ingleses. Registrem-se, no mesmo período, as importações financiadas autorizadas para a Superintendência da Marinha Mercante, no valor de US\$ 443,7 milhões.

Além dos financiamentos contratados pelos setores de energia, siderurgia e transportes, há que se destacar, no conjunto das importações financiadas autorizadas para o setor público, aquelas contraídas por órgãos/empresas ligados à administração pública, ao setor petroquímico e à intermediação financeira (Tabela 23). No primeiro caso, trata-se de um conjunto de financiamentos contratados por órgãos da administração centralizada incluindo vários governos estaduais. No segundo, trata-se de financiamentos contratados por empresas de fertilizantes, por empresas ligadas aos pólos petroquímicos do Nordeste e do Sul e, principalmente, pela PETROBRÁS, que, ao final do período, firma contratos da ordem de US\$ 800 milhões. Quanto à intermediação financeira, os principais contratos são de responsabilidade do BNH, do Banco do Brasil e do BNDE.

O exame dos principais traços dos financiamentos contratados pelo setor público, seja quanto à estrutura setorial, seja quanto às tendências ao longo do período, evidencia uma forte similitude com os resultados encontrados para os empréstimos em moeda captados diretamente, nos moldes da Lei n. 4131. Essa estreita relação de complementariedade entre as duas modalidades de crédito externo será discutida na parte 3 da presente seção.

Financiamentos contratados pelo setor privado

Conforme já apontado, a participação do setor privado no conjunto dos financiamentos de importações autorizados pelo Banco Central não só é relativamente baixa como é decrescente ao longo do período estudado. No biênio 1972/73 tal participação é da ordem de 28,8%, enquanto ao final do período atinge apenas 17,7% das autorizações totais. Tal comportamento acompanha, como já discutido, aquele observado para os empréstimos em moeda captados diretamente via Lei n. 4131. Contudo, quando vistos sob a ótica da propriedade do capital, os financiamentos contratados pelo setor privado distinguem-se das operações em moeda quanto a um aspecto principal: apresentam elevada participação de empresas de capital nacional, notadamente nos biênios de 1972/73 e de 1978/79 (nos quais tal participação é superior a 50% dos financiamentos autorizados ao setor privado, conforme pode ser visto na Tabela 23). Em relação às empresas de capital externo, repete-se aqui o predomínio absoluto, durante todo o período estudado, dos financiamentos contraídos por filiais de grandes empresas internacionais. Conforme a Tabela 25, tais financiamentos respondem, no biênio 1980/81, por quase 90% dos financiamentos autorizados para as empresas de capital externo. As joint-ventures, por sua parte, apresentam alguma importância apenas no biênio 1976/77, quando respondem por pouco mais de 15% dos financiamentos autorizados para empresas de capital externo.

Do ponto de vista setorial verifica-se, a exemplo do ocorrido com os empréstimos em moeda via Lei n. 4131, a preponderância da indústria de transformação como principal setor beneficiário das importações financiadas autorizadas ao setor privado (Tabela 26). Como será visto, esse fenômeno decorre, em grande medida, das importações contratadas por empresas do gênero material de

Paulo Davidoff Cruz

transportes. Além da indústria de transformação, cumpre destacar o peso relativamente elevado assumido pelos financiamentos destinados ao setor de infra-estrutura no conjunto dos financiamentos destinados ao setor privado. Tal peso se deve, sobretudo, às importações financiadas contratadas por empresas de viação aérea (VARIG – Viação Aérea Rio-grandense S/A e Serviços Aéreos Cruzeiro do Sul S/A, principalmente) secundados por aquelas contraídas por empresas de energia elétrica (Light Serviços de Eletricidade S/A). Observe-se que a expressiva participação das empresas de capital nacional no conjunto dos financiamentos autorizados ao setor privado resulta, primordialmente, dos financiamentos contratados pelas empresas de viação aérea acima referidas. Seguem-se, com importância bem menos acentuada, os contratos assumidos por empresas nacionais do setor de construção civil e do gênero mecânica.

Tabela 25
 Financiamentos de importação autorizados
 Estrutura dos financiamentos privados,
 segundo a propriedade de capital do tomador
 1972/81⁽¹⁾
 (Médias bianuais)

Discriminação	1972/73		1974/75		1976/77		1978/79		1980/81	
	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%
Setor Privado	555,3	28,8	813,5	33,0	883,5	21,3	603,3	15,3	881,1	17,7
Nacionais (*)	311,0	16,1	256,3	10,4	209,7	5,1	352,4	8,9	342,0	6,9
Externas (*)	244,3	12,6	557,2	22,6	673,8	16,3	250,9	6,3	539,1	10,9
Internacionais (*)	183,1	9,5	477,7	19,4	564,6	13,6	228,9	5,8	482,4	9,7
Estrangeiras (*)	8,2	0,4	39,8	1,6	3,4	0,1	3,3	0,1	22,1	0,4
Joint-Ventures (*)	16,6	0,9	39,7	1,6	105,8	2,6	18,7	0,4	34,6	0,7
Conglomerados (*)	36,4	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7
Setor Público	1.376,0	71,2	1.654,2	67,0	3.257,4	78,7	3.348,9	84,7	4.086,6	82,3
Total	1.931,3	100,0	2.467,7	100,0	4.140,9	100,0	3.952,2	100,0	4.967,7	100,0

⁽¹⁾ De 1972 a 1975: saques efetivos. De 1976 a 1981: linhas de crédito autorizadas (ver Anexo metodológico).

(*) Valores estimados a partir de amostra do setor privado.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Dívida externa e política econômica

Tabela 26
 Financiamentos de importação autorizados
 Estrutura dos financiamentos do setor privado,
 segundo macrossetores de atividade
 1972/81⁽¹⁾
 (Médias bianuais)

Discriminação	1972/73		1974/75		1976/77		1978/79		1980/81	
	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%	Média anual US\$ 10 ⁶	%
Setor Privado	555,3	28,8	813,5	33,0	883,5	21,3	603,3	15,3	881,1	17,7
Agropecuária/ Silvicultura ^(*)	0,0	0,0	0,0	0,0	156,5	3,8	22,5	0,6	0,0	0,0
Mineração ^(*)	20,1	1,0	94,4	3,8	49,5	1,2	5,8	0,1	7,4	0,1
Ind. Transformação ^(*)	222,0	11,5	479,5	19,4	532,5	12,8	324,1	8,2	606,7	12,2
Ind. Construção ^(*)	29,6	1,5	19,7	0,8	48,9	1,2	45,0	1,1	48,3	1,0
Infra-estrutura ^(*)	107,4	5,6	194,3	7,9	72,1	1,7	184,5	4,7	181,4	3,7
Interm. Financ. ^(*)	138,8	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Comércio/Serviços ^(*)	2,1	0,1	2,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros ^(*)	35,3	1,8	22,7	0,9	24,0	0,6	20,0	0,5	37,5	0,8
Setor Público	1.376,0	71,2	1.654,2	67,0	3.257,4	78,7	3.348,9	84,7	4.086,6	82,3
Total	1.931,3	100,0	2.467,7	100,0	4.140,9	100,0	3.952,2	100,0	4.967,7	100,0

⁽¹⁾ De 1972 a 1975: saques efetivos. De 1976 a 1981: linhas de crédito autorizadas (ver Anexo metodológico).

^(*) Valores estimados a partir da amostra do setor privado.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Ainda em relação aos grandes setores responsáveis pelas importações financiadas destinadas ao setor privado cabe assinalar a relativa importância assumida pelos setores de mineração e de agropecuária nos biênios 1974/75 e 1975/76, respectivamente, e que decorre de contratos assumidos por empresas internacionais que atuam no país.

No primeiro caso, o ganho de importância resulta de um expressivo contrato autorizado em 1975 e que tem como beneficiária a Samarco Mineração S/A, enquanto, no segundo, trata-se de financiamentos contraídos, em 1976, pela Jari Florestal e Agropecuária Ltda.

Quanto à indústria de transformação, que como visto responde pela maior parcela dos financiamentos autorizados ao setor privado, cabem observações mais detalhadas. Em primeiro lugar, destaque-se que, a despeito da perda de importância relativa

Paulo Davidoff Cruz

do setor privado como um todo, os financiamentos de importações assumidos por empresas privadas da indústria de transformação mantêm uma participação relativamente constante ao longo do período estudado. Tal comportamento, conforme pode ser visto na Tabela 27, resulta dos financiamentos contratados por empresas do gênero material de transportes, cuja participação oscila numa faixa que vai, aproximadamente, de 5% a 7% dos financiamentos totais. Essa performance se deve, além dos financiamentos contratados por montadoras da indústria automobilística (Fábrica Nacional de Motores e Grupo FIAT, principalmente), aos financiamentos contraídos por empresas produtoras de tratores, equipamentos agrícolas e rodoviários, como Caterpillar do Brasil S/A, Fiat-Allis Tratores e Máquinas Rodoviárias, etc. Isso significa que, à semelhança do observado para os empréstimos em moeda captados via Lei n. 4131, há, a partir do período do II PND, um evidente ganho de importância dos segmentos produtores de bens de capital no conjunto das importações financiadas pelo gênero material de transportes. Esse fenômeno permanece sendo responsável, nos anos seguintes, pela elevada participação do gênero material de transportes no conjunto dos financiamentos de importação contratados pela indústria de transformação.

Tabela 27
Financiamentos de importação autorizados
Estrutura dos financiamentos do setor privado,
segundo gêneros da indústria de transformação
1972/81⁽¹⁾
(Médias bianuais)

	(US\$ 10 ⁶)	
Discriminação	1972/74	1979/81
10 maiores empresas (A)	694,2	1.315,5
Financ. Totais ao setor privado (B)	1.821,3	2.436,5
(A/B) (%)	38,1	54,0

⁽¹⁾ De 1972 a 1975: saques efetivos. De 1976 a 1981: linhas de crédito autorizadas (ver Anexo metodológico).

^(*) Valores estimados a partir da amostra do setor privado.

Fonte dos dados brutos: Registros efetuados junto à Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE, do Banco Central do Brasil.

Dívida externa e política econômica

Um segundo aspecto a ser destacado diz respeito à relativa importância assumida, nos biênios 1974/75 e 1976/77, pelas indústrias metalúrgica, mecânica e química, no conjunto das importações financiadas da indústria de transformação. Aqui, novamente, constata-se forte correlação entre a estrutura setorial dos empréstimos em moeda captados via Lei n. 4131 e a dos financiamentos de importação assumidos por empresas privadas brasileiras. Ambos refletem, na verdade, as taxas de inversão ainda elevadas para os segmentos de insumos básicos e de bens de capital, segmentos esses priorizados no programa substitutivo de importações deslanchado com o II PND.

Além das tendências principais quanto à propriedade do capital e setores de atividade, os financiamentos de importação apresentam uma outra característica que os aproxima dos empréstimos em moeda: uma elevada e crescente concentração ao longo dos anos 70. Com efeito, conforme pode ser observado na Tabela 28, os financiamentos autorizados ao setor privado são extremamente concentrados, tendo as 10 maiores empresas contratantes respondido por 38,1% dos financiamentos autorizados ao setor privado em 1972/74 e por 54% das autorizações ao setor privado registradas no triênio 1979/81.

Tabela 28
Grau de concentração dos financiamentos de importação
autorizados ao setor privado
1972/74 e 1979/81

Discriminação	(US\$ 10 ⁶)	
	1972/74	1979/81
10 maiores empresas (A)	694,2	1.315,5
Financ. Totais ao setor privado (B)	1.821,3	2.436,5
(A/B) (%)	38,1	54,0

Paulo Davidoff Cruz

O financiamento de importações num contexto de necessidades crescentes de recursos externos

Os resultados encontrados para as importações financiadas apresentam, conforme visto, fortes similitudes, tanto no que diz respeito às grandes tendências como no tocante às estruturas setorial e de propriedade de capital, com os obtidos para os empréstimos em moeda captados nos moldes da Lei n. 4131. O principal traço diferenciador é o elevado peso assumido, já ao início dos anos 70, pelo setor público no conjunto das autorizações concedidas pelo Banco Central, o que contrasta com o caráter privado da maior parcela dos empréstimos em moeda contraídos no período do auge do ciclo expansivo.

Assinale-se, desde logo, que o elevado peso assumido pelo setor público no período decorre, em primeira instância, da própria natureza dessa modalidade de crédito internacional. Com efeito, o financiamento de importações constitui modalidade de crédito que tem como uma de suas características centrais a predominância de instituições internacionais e de agências governamentais no conjunto dos organismos credores. Trata-se, na verdade, de tradicionais linhas de crédito que, precedendo a extraordinária expansão internacional dos fluxos privados de empréstimos em moeda ocorrida a partir do final dos anos 60, representam uma sólida articulação entre a indústria internacional de máquinas e equipamentos e as agências oficiais voltadas ao financiamento de projetos públicos, notadamente os relativos à infra-estrutura e a insumos básicos de países ditos “em desenvolvimento”.¹³ Isso significa que os créditos concedidos sob a forma de financiamento de importações têm, por sua própria natureza, o setor público como beneficiário privilegiado. Por essa razão, não é de estranhar a

¹³ Sobre esse ponto ver, por exemplo, Erber (1974).

elevada participação dos financiamentos contraídos pelo setor público, já ao início dos anos 70, no conjunto dos financiamentos autorizados pelo Banco Central.

A par disso, há importantes fatores que, historicamente, têm atuado no sentido do uso de importações financiadas por parte do setor público brasileiro e mais particularmente das empresas estatais. Em primeiro lugar, o financiamento de importações, cujas condições quanto a prazos e custos são em geral bastante atrativas, supriu uma forte lacuna no que toca a condições internas de crédito a longo prazo. Convém recordar, a esse respeito, que as condições internas de financiamento para bens de capital só se tornaram mais favoráveis a partir de meados dos anos 70, época do II PND, com a ampliação das atividades da FINAME. Em segundo lugar, deve-se ter presente que a simples entrega do desenvolvimento do projeto básico de engenharia a empresas projetistas estrangeiras – prática comum em várias áreas de atuação das empresas estatais – impõe diretamente a compra de bens de capital junto a fornecedores externos. É bastante ilustrativo o exemplo do setor siderúrgico, onde houve elevada participação de equipamentos japoneses na COSIPA e de equipamentos norte-americanos na CSN. No primeiro caso, a engenharia básica esteve a cargo da Nippon Steel e, no segundo, a cargo da US Steel.¹⁴ Além disso, a própria estratégia de diversificação de várias empresas estatais levou a empreendimentos em associação com o capital estrangeiro nos quais a aquisição de bens de capital no exterior figurava como condição de participação da empresa estrangeira.

Contudo, há outros aspectos a examinar quando se objetiva elucidar o ganho de importância experimentado pelo setor público, no conjunto das importações financiadas, ao longo do período

¹⁴ Ver, a respeito, Mazzuchelli (1977).

Paulo Davidoff Cruz

estudado. A rigor, a compreensão de tal fenômeno só se completa quando referenciada ao comportamento das inversões públicas e privadas no decorrer da década e às relações entre necessidade de recursos externos, empréstimos em moeda e importações financiadas.

Quanto ao primeiro aspecto, é indiscutível que as importações financiadas, mais do que os empréstimos em moeda, têm seu comportamento determinado, internamente, pelo ritmo e composição das inversões, dado tratar-se, quase que exclusivamente, do financiamento da importação de bens de capital. Nesse sentido, o aumento de importância do setor público reflete a progressiva desaceleração das inversões privadas e a manutenção de níveis elevados de investimento público ocorridas no período. Conforme já discutido, as inversões públicas, notadamente nos setores de energia, siderurgia e transportes (este até 1978), se mantêm num patamar elevado, demandando, conseqüentemente, volumes significativos de bens de capital. Não é por acaso que os principais financiamentos autorizados pelo Banco Central no período destinam-se a projetos relativos aos setores antes apontados (Ferrovia do Aço, AÇOMINAS, Tubarão, Itaipu, Programa Nuclear, etc.). Simultaneamente, a desaceleração das inversões privadas faz com que caia a participação do setor privado no conjunto dos financiamentos autorizados ao longo do período. Tal queda só não é mais acentuada, como visto, em função dos contratos assumidos por empresas das áreas de bens de capital e de insumos básicos envolvidas nos programas substitutivos contemplados pelo II PND.

Assim, o fato de as empresas estatais sustentarem volumes significativos de inversão ao longo dos anos 70 acabou por determinar dois movimentos concomitantes. Por uma parte, dado o padrão de financiamento que favoreceu progressivamente o recurso a fontes externas, as empresas estatais demandaram volumes

Dívida externa e política econômica

crescentes de empréstimos em moeda estrangeira. Por outra parte, os elevados níveis de inversão das empresas estatais significaram, consideradas as características da indústria doméstica de bens de capital, demanda complementar por importação de parte das máquinas e equipamentos envolvidos nos projetos. Resultou, dos movimentos apontados, que o setor público ganhou importância relativa como tomador nas duas modalidades de crédito e, mais do que isso, que a estrutura setorial de captação fosse aproximadamente a mesma em ambos os casos. Ao longo desse processo, a própria mudança na composição dos investimentos acarretou, em alguns casos, um crescimento mais que proporcional na demanda por bens de capital importado. Esse fenômeno refletiu-se, por exemplo, na queda do índice de nacionalização que acompanha a perda de importância relativa dos investimentos em perfuração de petróleo no continente vis-à-vis àqueles referentes à perfuração no mar.

Contudo, é necessário ir além do exame do comportamento das inversões para precisar melhor a natureza das relações entre financiamento de importações e empréstimos em moeda. Conforme já discutido em capítulos anteriores, a economia brasileira vai experimentando, ao longo dos anos 70, necessidades crescentes de recursos externos para fazer frente tanto ao “hiato de recursos” como, principalmente, aos encargos financeiros da própria dívida. Mais ainda, como também visto, a despeito dos fortes estímulos concedidos ao setor privado, a captação de recursos em moeda vai crescentemente tornando-se de responsabilidade do setor público ou, mais especificamente, das grandes empresas estatais executoras dos principais projetos de infra-estrutura e de insumos básicos realizados no país.

A mudança do padrão de financiamento das empresas estatais, a favor do uso mais intensivo de empréstimos externos, foi

Paulo Davidoff Cruz

aumentando, por sua vez, a vulnerabilidade de tais empresas quanto à imposição por parte dos credores internacionais da compra de bens de capital como pré-requisito para a liberação dos empréstimos em moeda nos volumes requeridos. Esse fenômeno está refletido, por exemplo, em vários casos em que há queda no índice de nacionalização da oferta de bens de capital para projetos públicos. É conhecido o ocorrido com o programa de energia hidrelétrica, onde o índice de nacionalização das turbinas hidráulicas foi bastante elevado (cerca de 85%) para as usinas de São Simão, Itumbiara e Paulo Afonso IV, caindo drasticamente em projetos seguintes. Com efeito, para as usinas de Tucuruí e Itaparica, tal índice situou-se em torno de 50,5%, como resultado da exigência dos credores internacionais quanto à liberação de empréstimos em moeda. São ilustrativas, também, as negociações envolvidas em projetos dos setores de transportes e de siderurgia (Ferrovia do Aço e Usina Siderúrgica Tubarão, por exemplo).

Em trabalho sobre a indústria brasileira de bens de capital, os autores, comentando as relações entre fontes de financiamento e índice de nacionalização no fornecimento de bens de capital a grandes projetos públicos, afirmam que

“consta que os equipamentos fornecidos à Usina de Itumbiara, apesar das localizações diferentes e portanto de projetos diferentes, são muito semelhantes aos da Usina de Tucuruí, notadamente no tocante a turbinas, mas dado o financiamento francês a esta última, o seu índice de nacionalização será muito inferior ao de Itumbiara, financiada pela FINAME. Tais fatos sugerem que longe de se dever a problemas ligados à não-capacitação dos fabricantes domésticos, a pequena participação dos bens de capital nacionais pode ser em função da referida desigualdade no acesso a financiamentos à comercialização a prazos longos” Lago (1979: 397).¹⁵

¹⁵ Ver, também, a respeito, Mazzuchelli (1977).

Dívida externa e política econômica

Os autores referem-se, ainda, a dois casos atuais onde é evidente a imposição dos financiadores externos quanto a compras no exterior:

“(...) Note-se que o país continua recebendo créditos com obrigação de compras nos países financiadores. Exemplo muito recente é o do levantamento de cerca de US\$ 612 milhões para Itaipu no final de fevereiro de 1979, destinados principalmente à aquisição de equipamentos, matérias-primas e componentes da Alemanha e da Suíça, os países financiadores. Assim, e como parece ser notadamente o caso da Usina Siderúrgica Tubarão, que tem dado lugar a acalorados debates, a nacionalização do fornecimento de equipamentos a projetos do governo depende não apenas da capacitação interna de produção, que em muitos casos é inegável, mas das condições ditadas pelos organismos financiadores” (Lago, 1979: 400).

Ressalve-se que, nesse último caso, onde há a associação do Estado com o grande capital internacional, o simples controle de processos tecnológicos garantiu a oferta externa de parcela significativa das máquinas e equipamentos envolvidos no projeto.

Na verdade, o que diferentes estudos sobre a indústria de bens de capital no Brasil têm constatado é que a mudança no padrão de financiamento de várias das empresas estatais brasileiras – a favor do uso intensivo de recursos em moeda estrangeira – tem conduzido, em alguns casos, à desnacionalização relativa do fornecimento de máquinas e equipamentos a grandes projetos públicos. Esse fenômeno é característico do final do período estudado, quando, sob o acicate da necessidade premente de captação de recursos externos, passam a ser negociados grandes pacotes onde a liberação de empréstimos em moeda é condicionada à concomitante contratação de determinada proporção de importações financiadas.

“A necessidade de levantar créditos em moeda para assegurar a cobertura do serviço da dívida externa tem nos levado a negociar ‘pacotes’ comerciais e financeiros, nos quais a obtenção de empréstimos livres se encontra explicitamente vinculada à aceitação pelo Brasil de *suppliers*

Paulo Davidoff Cruz

credits em proporção variável (geralmente 1 ou 1,5 de empréstimos livres para 1 de financiamento de importação)” (Batista Jr., 1981b).

Como agravante, deve-se ter presente que o financiamento de importações passou a receber, mais recentemente, significativo aporte de recursos por parte de instituições financeiras privadas que operam à escala internacional. Como consequência, vários dos financiamentos contratados pelo setor público brasileiro têm como credores agências financeiras privadas. Resulta daí que o setor público foi se tornando duplamente dependente do sistema financeiro privado internacional: além de tornar-se o principal tomador de recursos em moeda nos moldes da Lei n. 4131, passou a ter parcela crescente de suas importações financiada por bancos privados internacionais. Sob tais condições, é evidente a crescente vulnerabilidade das empresas estatais brasileiras em face das exigências quanto à compra de bens de capital junto aos países de origem das instituições financiadoras.

Conclusões

O extraordinário endividamento externo experimentado pela economia brasileira a partir do final dos anos 60 reflete, antes de tudo, as transformações ocorridas em âmbito internacional, caracterizadas por um movimento de internacionalização sem precedentes na história das finanças internacionais. Nesse sentido, está longe de constituir um fenômeno isolado ou exclusivo. O que há de peculiar nesse processo é, principalmente, sua forma de inserção no conjunto das relações financeiras dos setores público e privado brasileiros e, também, seu papel nos desdobramentos da política econômica posta em prática no período.

O primeiro momento de aceleração do endividamento externo brasileiro (1969/73) resultou, como visto, do alargamento das fronteiras de aplicação dos eurodólares numa situação de extraordinária liquidez internacional. Apesar de coincidir temporalmente com um ciclo expansivo interno, caracterizado por elevadíssimas taxas de crescimento do produto, a dívida contraída no período nem de longe pode ser vista como a contribuição de “poupanças externas” a esse crescimento, de vez que acarretou, basicamente, a criação de poder de compra não realizado no período. Se algum efeito teve sobre o ciclo expansivo, foi o de dissimular, e talvez agravar, os desequilíbrios intersetoriais, na medida em que, ao dar origem a excessivas reservas internacionais,

Paulo Davidoff Cruz

criava a ilusão de uma capacidade para importar “ilimitada”, sancionando, assim, a abertura do coeficiente de importações.

Na verdade, o que se deu foi a convergência de uma situação de grande liquidez internacional com a de um ciclo expansivo interno onde a demanda por crédito em moeda doméstica exercida pelo setor privado crescia a taxas elevadas e onde as características institucionais do sistema financeiro interno faziam com que parcela crescente dessa demanda fosse atendida, independentemente do estado das contas externas, por operações que envolviam o ingresso de recursos externos. Recorde-se, a respeito, que a institucionalização de canais de ingresso de capitais de empréstimo – por captação direta e para repasse – constituiu uma das peças fundamentais da reestruturação dos padrões de financiamento dos setores público e privado processada na segunda metade dos anos 60, refletindo, ao mesmo tempo, uma progressiva adequação dos esquemas internos de financiamento às transformações que se davam em escala internacional. Desde então, os movimentos de expansão ou retração na demanda por crédito em cruzeiros trouxeram, implícitos em si, movimentos de ampliação ou retração na demanda por crédito em moeda estrangeira. Dada a liquidez internacional, caberia às autoridades econômicas controlar, através das políticas monetária, fiscal e cambial, a adequada relação crédito externo/crédito total.

O crédito externo, especialmente sob a forma de captação direta via Lei n. 4131, passou a representar uma alternativa de financiamento extremamente atrativa às grandes empresas, particularmente às filiais de empresas internacionais que operam no país. Em primeiro lugar, porque significou um alargamento das bases de financiamento, principalmente numa faixa de crédito à qual o sistema financeiro privado brasileiro mostrou-se, historicamente, incapaz de atender: a de longo prazo. Nesse sentido,

Dívida externa e política econômica

não só possibilitou a ampliação das operações de curto prazo como ocupou, em boa medida, o espaço destinado na reforma financeira aos bancos de investimento. Em segundo lugar, porque constituiu uma modalidade de crédito cujo custo ao mutuário tendeu a situar-se em níveis significativamente inferiores aos observados nas faixas não subsidiadas do crédito disponível nas instituições financeiras domésticas. Além disso, os empréstimos em moeda nos moldes da Lei n. 4131 mostraram-se especialmente atrativos às empresas de capital externo, que passaram a substituir, de forma expressiva, capital de risco por capital de empréstimo em seus negócios no país.

As operações para repasse através da Resolução n. 63 constituíram, por sua vez, o elo através do qual as instituições financeiras locais absorveram quantidades massivas de recursos originários do sistema financeiro dos países avançados no bojo do forte movimento de internacionalização financeira verificado no período. Tais operações ampliaram substancialmente o horizonte de atividade dos bancos comerciais e de investimento na medida em que representaram fonte de captação que não os depósitos à vista e a prazo realizados no mercado doméstico. Os principais beneficiários dessa modalidade de operação foram, como seria verificado depois, os bancos comerciais estrangeiros, que, restringidos em seu poder de concorrência na disputa por maiores fatias na captação de recursos no mercado interno, ampliaram extraordinariamente suas operações ativas com base em repasse de recursos externos.

Esse esquema de financiamento mostrou-se extremamente funcional nos anos de auge do ciclo expansivo, quando, independentemente do estado das contas externas, as captações de recursos externos – diretas e para repasse – cresceram acentuadamente. Conforme discutido, neste momento de auge as tomadas junto ao sistema financeiro internacional foram realizadas basicamente por empresas privadas e, no que toca às captações

Paulo Davidoff Cruz

diretas, por filiais de empresas internacionais em operação na indústria de transformação e, também, por grandes empresas privadas de capital nacional. A captação de recursos externos se deu de forma generalizada, compreendendo empresas dos diferentes gêneros industriais e dos setores de construção civil e de comércio e serviços. O substrato dessas captações foi, indiscutivelmente, o intenso ritmo dos negócios ou, mais especificamente, a aceleração das inversões industriais privadas ocorrida no período.

A colagem do padrão interno de financiamento às transformações processadas na órbita do capital financeiro internacional vinha justificada, na retórica oficial, pela necessidade da contribuição de “poupanças externas” ao crescimento: assumia-se que tais “poupanças” eram condição sine qua non para a aceleração da taxa de crescimento, o que parecia ser confirmado pelo extraordinário desempenho da economia brasileira no período. Ao lado disso, o discurso oficial apontava a “política de administração da dívida” como o instrumento capaz de eliminar quaisquer riscos eventualmente associados à abertura financeira para o exterior. A excepcional conjuntura internacional – comercial e financeira – do período possibilitava, por seu turno, o bom desempenho dos vários indicadores do setor externo, o que acabava sendo apresentado como prova irrefutável do sucesso da “política de administração da dívida”. Por paradoxal que possa parecer, o único problema relevante em relação ao endividamento externo decorria, para as autoridades governamentais, da extrema competência com que era conduzida a política econômica, circunstância que, ao elevar o grau de confiança manifestado pela comunidade financeira internacional, resultava numa oferta excessiva de fundos externos para o país.

O advento da crise internacional, em 1974, vai alterar substancialmente os dados da equação externa brasileira. Por uma

parte, a crise que assola as economias capitalistas avançadas acarreta uma perda de dinamismo nos fluxos do comércio mundial, associada a uma expressiva deterioração nos termos de intercâmbio das nações em desenvolvimento não exportadoras de petróleo. Por outra parte, há uma retração relativa no volume das operações bancárias internacionais e a concomitante elevação das taxas básicas de juros e dos spreads praticados no mercado financeiro internacional.

Contudo, num primeiro momento, a crise internacional em nada abala os propósitos declarados de crescimento acelerado por parte do governo brasileiro. Pelo contrário, ganham força as teses desenvolvimentistas através do II PND, ambicioso programa substituidor de importações que, a partir de grandes projetos públicos nas áreas de infra-estrutura e de insumos básicos, visava dar vigoroso impulso à indústria doméstica de bens de capital e, com isso, completar a estrutura industrial brasileira. Na lógica do discurso desenvolvimentista, persistia a tese da necessidade de “poupanças externas”, só que, agora, com uma diferença fundamental: os recursos tomados no exterior seriam utilizados não mais na aceleração de um crescimento desequilibrado, como o do ciclo expansivo anterior, mas sim num amplo programa que visava eliminar pela raiz a dependência da economia brasileira em relação às economias centrais. Tratava-se de recorrer às “poupanças externas” durante um período de transição, findo o qual, a economia do país estaria estruturalmente apta a iniciar, mediante a geração de superávits comerciais, o resgate da dívida contraída.

A implementação do plano foi sendo realizada em meio a uma conjuntura internacional extremamente adversa. A balança comercial apresentou expressivos déficits por dois anos consecutivos em função tanto das dificuldades de ampliar as exportações como de uma política que, pela própria lógica do II

PND combinada com a percepção equivocada da crise internacional, acabou resultando extremamente permissiva em relação às importações. Simultaneamente, os desequilíbrios externos eram agravados pela elevação do custo da dívida que acompanhava os aumentos da taxa de juros no mercado internacional. O sistema financeiro internacional, por sua parte, vivendo um período de grande incerteza, não chancelou os “hiatos de recursos” nas magnitudes observadas, o que implicou persistente queima das reservas cambiais do país. Por essa época, ficava clara a fragilidade da “política do endividamento externo” em face das marchas e contramarchas das atividades bancárias internacionais.

Além disso, o enfrentamento da conjuntura de liquidez restrita no mercado financeiro internacional passou, nessa época, por um primeiro movimento de utilização de agências de bancos brasileiros no exterior – fundamentalmente do Banco do Brasil – como agentes da reciclagem de recursos externos para o país. Tratava-se, na verdade, do primeiro ensaio de um processo que viria a ganhar força ao final do período e onde o principal banco estatal brasileiro, fazendo as vezes de instituição financeira internacional, era acionado em socorro às dificuldades de fechamento das contas externas do país.

O deslanche do II PND coincidiu com o início da desaceleração do ciclo expansivo anterior ou, mais especificamente, com o início da desaceleração das inversões privadas, notadamente nos setores produtores de bens de consumo. Como consequência, houve uma retração relativa na demanda privada por crédito, o que, dado o padrão de financiamento, refletia-se também na demanda por crédito em moeda estrangeira. Tanto é assim que, não obstante as várias medidas de estímulo adotadas no período, as captações privadas diretas mantiveram-se, em valores nominais, praticamente constantes, não declinando unicamente em função dos empréstimos

Dívida externa e política econômica

contratados por empresas de mineração envolvidas em grandes projetos estimulados pelo II PND. As empresas privadas nacionais da área de bens de capital – setor priorizado no plano – não se constituíram, por sua vez, em demandantes adicionais de recursos externos, já que contavam com recursos fortemente subsidiados do sistema BNDE. Começava a gestar-se, dessa forma, uma situação radicalmente distinta da do período anterior: a necessidade crescente de captação de recursos externos era acompanhada por uma retração relativa das captações efetuadas pelo setor privado, o que colocava as bases iniciais para o processo de “estatização” da dívida externa brasileira.

A progressiva “asfixia cambial” – resultante dos déficits comerciais, do crescimento da conta financeira e do simultâneo retraimento relativo das operações bancárias internacionais – alcançou seu ponto máximo no primeiro semestre de 1976, quando as reservas cambiais, que vinham caindo desde 1974, atingiram o limite crítico equivalente a três meses de importação. Em meio a um quadro de grandes preocupações quanto a uma possível crise cambial, as autoridades econômicas empreenderam uma forte guinada no discurso e na condução da política econômica, anunciando que os problemas do balanço de pagamentos passariam a receber prioridade absoluta. Mais do que isso, para as autoridades, era chegado o momento de reordenar o perfil das contas externas, dado não ser mais possível contar com a contribuição de poupanças externas. Tratava-se, por outras palavras, de inverter o sinal da balança comercial e de caminhar na direção da eliminação do “hiato de recursos”.

A regularização das contas externas passava, segundo o novo discurso, pela desaceleração do crescimento, com a conseqüente adoção de medidas monetárias e fiscais fortemente restritivas. No centro de tais políticas figurava a liberação da taxa de

Paulo Davidoff Cruz

juros, que atuaria, simultaneamente, sobre a balança comercial – através do desaquecimento da demanda global – e sobre a captação de recursos externos, através do diferencial do custo do dinheiro. Ao mesmo tempo, ganhava força no corpo do discurso oficial a idéia de que era chegado o momento de rever os grandes programas e projetos executados pelo setor público, mais exatamente pelas empresas estatais. Com essa nova política, o II PND – que já vinha enfrentando graves dificuldades quanto à articulação entre o gasto público e a indústria doméstica de bens de capital – recebia o seu golpe de misericórdia.

Contudo, nem bem começavam a ser acionados os instrumentos da política restritiva, a conjuntura internacional já dava sinais de recuperação, com uma clara melhora nas condições de comércio e, principalmente, com uma forte retomada das operações bancárias internacionais. A reviravolta no mercado financeiro internacional foi tão expressiva que permitiu, no curto espaço de seis meses, a recomposição das reservas cambiais queimadas ao longo dos dois anos e meio anteriores. Isso significa que, nem bem se iniciava a política de “ajuste monetário” do balanço de pagamentos, a economia brasileira já ingressava numa fase de relativa folga cambial. As autoridades governamentais aproveitavam tal fenômeno para legitimar o acerto das políticas adotadas e para anunciar, ainda nos marcos do discurso contencionista, a nova prioridade da política econômica: o combate à inflação. Tinha início, então, um período cuja característica central seria a tentativa de desacelerar a escalada dos preços internos via políticas monetárias restritivas, mas cujo resultado principal foi um crescente emaranhado e entorpecimento dos instrumentos de política econômica.

A melhoria de liquidez no mercado financeiro internacional permitia, por outra parte, o revivescimento da retórica da

Dívida externa e política econômica

“administração da dívida” e possibilitava, via aprofundamento da própria dívida, a melhoria do perfil e o fortalecimento das reservas internacionais. Contudo, os efeitos das políticas restritivas sobre a captação privada de recursos externos mostravam-se contraditórios. Por um lado, a mobilização de recursos em moeda estrangeira era estimulada via diferencial do custo do dinheiro. Mas por outro, a própria política de desaquecimento, na forma como anunciada e perseguida pelas autoridades governamentais, agravava a desaceleração do crescimento e tinha um impacto fortemente negativo sobre a pretendida tomada massiva de recursos nas praças financeiras internacionais. Tanto é assim, que, no biênio 1977/78, quando há um expressivo aumento da captação de recursos externos, o setor privado experimenta sensível perda de posição relativa no conjunto das tomadas totais. Essa perda de importância relativa só não foi mais acentuada em função das captações efetuadas por empresas dos setores de mineração, intermediação financeira e infra-estrutura, pois as empresas da indústria de transformação, principais tomadoras privadas de recursos externos, praticamente não aumentaram suas tomadas junto ao sistema financeiro internacional.

Mas, em contrapartida, a política de combate à inflação acabava constituindo poderoso instrumento indutor da captação de recursos externos por parte das empresas estatais. Na verdade, vários dos grandes projetos públicos, muitos dos quais deslanchados por ocasião do II PND, modificaram, no período, sua estrutura de financiamento a favor de empréstimos externos. Esse fenômeno decorreu, por um lado, da política de preços e tarifas para bens e serviços públicos, que, visando à contenção dos índices inflacionários, erodia a capacidade de autofinanciamento das empresas estatais. Por outro lado, a política de contenção do gasto público implicava menor disponibilidade relativa de recursos

Paulo Davidoff Cruz

orçamentários para os diferentes programas e projetos em andamento. Além do mais, persistia a orientação governamental de reservar os recursos disponíveis no sistema financeiro doméstico ao setor privado. Dados tais vetores, a tomada de recursos junto aos bancos internacionais acabava por constituir o caminho “natural” para o financiamento dos projetos das empresas estatais. Esse padrão de financiamento ficou claramente explicitado no biênio 1977/78, quando era abundante a disponibilidade de crédito internacional e quando se tornaram maiores as restrições para a mobilização de recursos internos, próprios e de terceiros, por parte das empresas estatais. Assim, a crescente “estatização” da dívida externa, ao mesmo tempo em que operava como resposta à progressiva retração das captações privadas, refletia uma clara opção quanto aos padrões de financiamento dos grandes projetos do setor público, jogando, por sua vez, importante funcionalidade quanto à política de ajuste do balanço de pagamentos. Do ponto de vista dos credores internacionais, as empresas estatais eram percebidas, por sua vez, como tomadoras preferenciais, dada a existência de programas de inversão de médio e longo prazos num contexto de desaceleração do investimento privado.

A mudança no padrão de financiamento tinha, por seu turno, importantes desdobramentos sobre a política de compra das empresas estatais e sobre suas relações com a indústria doméstica de bens de capital. Isso porque, à medida que passaram a tomar volumes massivos de empréstimos externos, as empresas estatais foram se tornando, cada vez mais, vulneráveis à imposição, por parte dos credores internacionais, da vinculação de *suppliers credits* à liberação de empréstimos em moeda. Como consequência, verificaram-se vários casos de queda no índice de nacionalização da oferta de bens de capital para projetos públicos, notadamente nas áreas de energia hidrelétrica, siderurgia e transportes. Esse

Dívida externa e política econômica

fenômeno ganha intensidade ao final do período estudado, quando as empresas estatais já eram virtualmente “prisoneiras” do giro da dívida e quando as autoridades governamentais passaram a negociar pacotes comerciais e financeiros onde a obtenção de empréstimos livres ficava explicitamente vinculada à simultânea contratação de importações financiadas.

No início de 1979, após três anos de políticas restritivas e de reiteradas declarações sobre a funcionalidade de elevadas taxas de juros tanto no ajuste do balanço de pagamentos como no combate à inflação, as autoridades governamentais assumiam que a redução da taxa de juros era fundamental para debelar o persistente aumento de preços. Esse reconhecimento se dava em meio a uma conjuntura de grande folga cambial – representada por reservas internacionais da ordem de US\$ 12 bilhões – onde, segundo as autoridades, era possível prescindir das elevadas taxas de juros como instrumento indutor da captação de recursos externos. O giro da dívida continuaria a ser feito pelas empresas estatais, cujas tomadas no mercado financeiro internacional independiam do diferencial do custo do dinheiro, ao mesmo tempo em que parte das reservas poderia ser utilizada para fechamento das contas externas. Segundo a concepção oficial tratava-se, agora, de intensificar o combate à inflação mediante o aprofundamento das políticas restritivas e mediante a simultânea redução do custo do dinheiro.

Contudo, os índices inflacionários estavam longe de ceder, ao mesmo tempo em que se retornava a um quadro externo caracterizado por crescentes déficits comerciais e de serviços produtivos, e pelo aumento da conta financeira resultante da mudança de patamar da taxa de juros no mercado internacional. Em face de tal quadro, as autoridades governamentais entendiam que era chegado o momento de abandono dos métodos gradualistas e da adoção do tratamento de choque como a única saída para os males

Paulo Davidoff Cruz

econômicos do país. Entretanto, em vez da implementação da política recessiva, deu-se, naquele momento, a mudança no comando e na orientação da política econômica.

A substituição no comando da política econômica veio acompanhada por um discurso radicalmente distinto: da retórica da recessão passou-se à exaltação do crescimento como a panacéia para os males brasileiros. O novo discurso se apoiava na tese de que seria perfeitamente possível crescer utilizando as margens de capacidade ociosa existentes na indústria e na agricultura. Nesse sentido, o crescimento se apresentava como potencialmente redutor de preços e não como exacerbador da inflação. Em relação ao setor externo, a retórica oficial era carregada de enorme otimismo, ignorando tanto o impacto que os sucessivos aumentos do preço do petróleo já provocavam sobre a economia mundial, como o efeito explosivo que a escalada da taxa de juros no mercado financeiro internacional tinha sobre as economias endividadas. Imaginava-se possível a obtenção de superávits comerciais via novo boom exportador, com o concomitante crescimento das importações. Quanto à tomada de recursos externos, prescindia-se do diferencial do custo do dinheiro, de vez que o *roll over* da dívida seria executado diretamente pelo setor público – empresas estatais e Tesouro – enquanto as empresas internacionais seriam estimuladas a trazer capital de risco.

Tal otimismo foi se esvaindo à medida que as contas externas se mostraram, em 1980, crescentemente deterioradas, com a balança comercial apresentando déficits expressivos e com a conta de juros sofrendo substancial incremento em função da nova subida das taxas básicas de juros no mercado internacional. Como conseqüência, as reservas cambiais sofriam queda superior à inicialmente prevista pelas autoridades. Ao mesmo tempo, constatava-se que o montante de recursos a ser captado junto aos bancos internacionais superava as previsões iniciais e, mais do que

isso, percebia-se que além das tomadas das empresas estatais, limitadas tanto pelo elevado grau de endividamento já atingido em alguns setores – refletido na relação capital próprio/recursos de terceiros – como pela escassez relativa de novos projetos, seria fundamental acelerar as captações privadas.

Nesse contexto, procurou-se reduzir o custo final dos empréstimos externos visando recompor o diferencial do custo do dinheiro e, com isso, estimular a demanda privada – direta e por repasse – de recursos no mercado financeiro internacional. Contudo, tais captações permaneceram fortemente retraídas, pois à desaceleração do crescimento havia se sobreposto uma seqüência de oscilações bruscas na área cambial, como o anúncio da aceleração das minidesvalorizações no início de 1979, a instituição do depósito compulsório de 50%, a maxidesvalorização do cruzeiro em dezembro, a prefixação da correção cambial em nível sabidamente irrealista, etc. Na verdade, esse conjunto, ou melhor, essa sucessão descoordenada de eventos, elevou o “grau de incerteza” quanto à captação de recursos externos e, a despeito do diferencial do custo do dinheiro, agravou o movimento geral de retração relativa das captações privadas. Com isso, recolocava-se, de forma mais acentuada, uma contradição que já vinha se manifestando desde meados dos anos 70, qual seja: necessidades ampliadas de recursos externos, por um lado, e ausência de agentes privados dispostos a realizar tomadas, nos volumes requeridos, por outro.

Na impossibilidade de aprofundar ainda mais o diferencial do custo do dinheiro, em função das elevadas taxas praticadas no mercado internacional e do concomitante tabelamento interno de juros, foi processada uma guinada radical nos esquemas indutores das tomadas de recursos externos: tal indução seria realizada mediante a imposição de tetos quantitativos à expansão do crédito interno, exceto na parcela lastreada em repasse de recursos externos.

Paulo Davidoff Cruz

Assim, dada a resposta pouco efetiva das captações privadas aos estímulos adotados e dado o relativo “esgotamento” do processo de endividamento das empresas estatais, optava-se por um caminho que, passando pela intensificação da “dolarização” da estrutura passiva dos bancos comerciais e de investimento, acabaria por determinar o aprofundamento da “dolarização” da estrutura passiva do setor privado brasileiro. À medida que os tetos quantitativos eram fixados em níveis inferiores aos da inflação, parcela significativa dos recursos necessários ao giro dos negócios teria de provir, obrigatoriamente, das operações de repasse de recursos externos. Essa política resultou, efetivamente, num acentuado crescimento das captações para repasse via Resolução n. 63, sendo que, no bojo do processo, os bancos comerciais estrangeiros, que já vinham se beneficiando das operações de repasse de recursos externos para ampliar o raio de suas operações, experimentaram notável crescimento.

Contudo os resultados globais do balanço de pagamentos continuaram deficitários, o que implicava maiores perdas de reservas cambiais. Na verdade, o quadro externo tornava-se cada vez mais dramático, dado que às necessidades crescentes de recursos externos – agora claramente afetadas pelos desequilíbrios eminentemente financeiros – correspondia paralelo endurecimento dos credores internacionais quanto aos spreads e quanto ao volume de recursos liberados para o país. Numa tentativa de contornar as pressões dos credores internacionais, as autoridades governamentais passaram a recorrer a empréstimos emergenciais de curto prazo e à intensificação do uso de agências no exterior de bancos brasileiros – notadamente do Banco do Brasil – para a reciclagem de recursos para o país. O primeiro expediente acarretava uma forte deterioração do perfil da dívida, enquanto o segundo adicionava um elemento de vulnerabilidade ao processo de endividamento, em

Dívida externa e política econômica

função, principalmente, da dessimetria temporal das estruturas ativas e passivas nas operações bancárias internacionais.

Mas a pressão dos credores internacionais persistiu até a política econômica ajustar-se por completo, em fins de 1980, às diretivas do receituário ortodoxo. A partir de então, as políticas restritivas passaram a ser aplicadas com grande intensidade, o que acabou por provocar um rápido e profundo mergulho recessivo com acentuada queda nos níveis de produção e de emprego. Nesse momento, ficava claro que o endividamento externo, justificado e exaltado como um elemento de superação de “constrangimentos” externos, como potenciador do crescimento econômico, revelava-se o contrário, ou seja, um elemento fortemente agudizador das dificuldades externas ou, radicalizando o argumento, um elemento gerador de “constrangimentos” externos.

O ajuste recessivo perseguido ao longo de 1981 mostrou-se, aparentemente, bem-sucedido em seus termos: a balança comercial apresentou superávit, enquanto o balanço de pagamentos, após dois anos de expressivos déficits, mostrou um resultado global equilibrado, pondo fim à queima de reservas cambiais. Contudo, tratava-se de um equilíbrio extremamente instável, que deixava a economia brasileira fortemente exposta às vicissitudes do sistema bancário internacional. Isso porque, independentemente do resultado da balança de comércio e de serviços produtivos, o movimento cumulativo da dívida, agravado pelas taxas básicas e pelos elevados spreads, constituía fator autônomo de pressão sobre as contas externas brasileiras. Mais ainda, à medida que o ingresso líquido de novos empréstimos era suficiente apenas para cobrir a conta financeira, não havia qualquer possibilidade de recomposição das reservas cambiais com vistas a ampliar os graus de liberdade da política econômica. Ao contrário, a vulnerabilidade aumentava ainda mais, pois o fechamento do balanço de pagamentos se fez,

Paulo Davidoff Cruz

novamente, através do aprofundamento tanto da dívida de curto prazo como do envolvimento de agências internacionais de bancos brasileiros na reciclagem de recursos para o país.

A extrema fragilidade das políticas adotadas não parava aí. Internamente, mantinha-se a política de forçar a captação de recursos externos mediante o racionamento do crédito em cruzeiros, associada, agora, à liberação das taxas internas de juros. Tal política ampliava, sobretudo, a captação de recursos para repasse nos moldes da Resolução n. 63. Contudo, a própria política recessiva, ao afetar negativamente a demanda por crédito exercida pelo setor privado, obrigava que parcela expressiva dos recursos tomados para repasse fosse canalizada para o setor público, mais particularmente para as empresas estatais. Rompia-se, dessa forma, a divisão até então prevalecente, que contemplava a tomada direta de recursos externos por parte de empresas de capital externo e de empresas estatais, reservando os recursos de repasse às empresas privadas de capital nacional. O setor público, notadamente as empresas estatais de alguns setores, passaria a tomar montantes significativos de recursos externos nos moldes da Resolução n. 63, ampliando, por essa via, a marcha da “estatização” da dívida externa brasileira. Todavia, esse novo escoadouro foi insuficiente para dar vazão ao fluxo gigantesco de recursos contratados nos moldes da Resolução n. 63, de tal forma que parcela significativa de tais recursos acabou desaguando junto às autoridades monetárias, que fizeram as vezes de tomadores finais.

Chegava-se, assim, ao final de um processo onde, em meio a contradições cada vez mais aguçadas, esgotavam-se os vários expedientes de curto prazo acionados pelas autoridades visando induzir crescentes tomadas de recursos externos, agora não mais numa conjuntura de desaceleração do crescimento mas num quadro abertamente recessivo. Em última instância, era a própria política

Dívida externa e política econômica

recessiva, acordada entre os credores internacionais e as autoridades econômicas como a política adequada para fazer frente aos desajustes do balanço de pagamentos, que determinava formas extremas ao processo de “estatização” da dívida externa brasileira. Por essa época, véspera dos “acordos” com o Fundo Monetário Internacional, estava absolutamente transparente o fracasso das políticas governamentais, e já estavam postos todos os elementos da crise econômica brasileira dos anos 80.

Anexo

Nota sobre os dados básicos utilizados no Capítulo 3

Empréstimos em moeda

As informações relativas a empréstimos em moeda, utilizadas no Capítulo 3, foram obtidas a partir dos registros individuais efetuados pelos tomadores junto ao Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros do Banco Central – FIRCE – e publicados no Boletim Mensal do Banco Central do Brasil – período de janeiro de 1972 a abril de 1976 – e no Diário Oficial da União - período de maio de 1976 a dezembro de 1981.

A primeira etapa do levantamento consistiu na totalização anual, por modalidade de operação e por empresa/órgão tomador, dos valores indicados nas listagens mensais publicadas pelo Banco Central. Foram excluídos, destas totalizações, os certificados canceladores, ou seja, os certificados emitidos com o objetivo de apontar alteração em uma ou mais das condições previstas no certificado original. Tal exclusão deveu-se ao fato de que a quase totalidade das alterações refere-se a condições de pagamento e à

Paulo Davidoff Cruz

taxa de juros e não ao valor da operação que é a variável de interesse no levantamento.¹⁶

As operações foram agrupadas segundo duas grandes modalidades, a saber: operações de captação direta realizadas sob o amparo da Lei n. 4131 – códigos 41 e 47 – e operações de repasse realizadas nos moldes das Resoluções n. 63 e n. 64 do Banco Central – código 44.¹⁷ Cabe observar que as operações de captação direta registradas sob o código 47 dizem respeito à Resolução n. 229 do Banco Central, que autorizou, mediante concordância do credor externo, a renovação ou transferência do crédito a outros mutuários por prazos inferiores ao da operação inicial com o exterior. Com isso, uma única operação contratada no exterior dá origem a diversos certificados de registro junto ao FIRCE. Para fins de levantamento, consideraram-se, apenas, os certificados relativos às operações originais, desprezando-se os originados de renovações ou transferências de créditos já registrados.

Concluídas as totalizações anuais, procedeu-se, para as operações de captação direta (Lei n. 4131), à classificação dos agentes tomadores segundo a propriedade do capital. Num primeiro momento, os agentes foram classificados em duas grandes categorias, a saber: públicos e privados. As empresas privadas foram, a seguir, organizadas segundo ordem decrescente de valor do crédito contratado com o exterior no ano. Em seguida, selecionou-se uma amostra de empresas privadas constituída por aquelas que, juntas e em ordem decrescente, fossem responsáveis por 70% do valor total contratado pelas empresas privadas no ano. A despeito de arbitrário, esse critério amostral permitiu trabalhar com um conjunto relativamente reduzido de empresas – dado o elevado grau de

¹⁶ Ver, a respeito, Pereira, J. E. de C., op. cit., p. 202-3.

¹⁷ Para o período de jan. 1972 a fev. 1973 foram computadas, também, as operações relativas à Instrução n. 289 da SUMOC (código 46), ainda em vigência à época.

Dívida externa e política econômica

concentração das tomadas via Lei n. 4131 – abarcando a quase totalidade do universo.

As empresas da amostra foram, então, reclassificadas segundo as seguintes categorias: nacionais privadas e empresas de capital externo. Estas, por sua vez, foram subagrupadas em:

- (1) internacionais;
- (2) estrangeiras;
- (3) empresas de conglomerados financeiros internacionais;
- (4) joint-ventures.¹⁸

Como internacionais foram consideradas aquelas empresas com pelo menos 20% de seu capital pertencente a uma empresa ou grupo industrial sediado no exterior e integrante da lista de 500 maiores dos Estados Unidos ou de 200 maiores não-americanas da revista *Fortune*, ou, alternativamente, com atuação no mínimo em seis países com atividade industrial. Foram consideradas estrangeiras as empresas com pelo menos 20% do capital controlado por empresa ou grupo industrial sediado no exterior que não preenche quaisquer das demais condições acima especificadas. Empresas de conglomerado financeiro foram consideradas aquelas com, no mínimo, 25% de seu capital pertencente a um banco ou grupo financeiro com sede no exterior. Finalmente, foram consideradas joint-ventures as empresas com participação acionária de, pelo menos, uma empresa de capital externo, com o respectivo

¹⁸ A classificação adotada para diferenciar as empresas de capital externo acompanha aquela utilizada na pesquisa sobre Estrutura Industrial e Empresas Líderes realizada pela FINEP. Para uma discussão sobre o significado e sobre as questões envolvidas, ver o capítulo "Considerações Metodológicas" da referida pesquisa.

Paulo Davidoff Cruz

percentual de controle, ao lado de, pelo menos, uma empresa ou grupo nacional e/ou estatal com participação igual ou maior.¹⁹

Além da classificação segundo a propriedade do capital, as empresas públicas e aquelas integrantes da amostra do segmento privado foram ordenadas segundo grandes setores de atividade. As empresas/órgãos do setor público foram subdivididas em: energia, siderurgia, petroquímica, transportes, telecomunicações, intermediação financeira, administração pública e outros. As empresas privadas foram agrupadas em: agropecuária, mineração, indústria de transformação, indústria de construção, infra-estrutura, intermediação financeira, comércio/serviços e outros. A indústria de transformação foi subdividida, por sua vez, segundo os gêneros constantes da classificação do IBGE.²⁰

As operações para repasse realizadas nos moldes da Resolução n. 63 (não houve, no período, o registro de qualquer operação nos moldes da Resolução n. 64) foram, por sua parte, agregadas segundo critérios semelhantes aos utilizados para as operações de captação direta. Dado o número relativamente reduzido de agentes repassadores (o Banco Central divulga apenas o agente repassador envolvido em cada operação e não o tomador final) computou-se a totalidade das operações privadas, em vez de 70% como no caso anterior. Quanto à classificação, os agentes repassadores foram ordenados segundo a propriedade do capital – público, privado nacional e privado de capital externo – e segundo a especialização da instituição – banco comercial, de investimento ou de desenvolvimento.

¹⁹ As informações básicas utilizadas na classificação das empresas de capital externo foram extraídas de Bernet, J., Guia Interinvest, Rio de Janeiro, edições de 1973, 1975 e 1978.

²⁰ Para a identificação do setor de atividades, recorreu-se às publicações Visão, "Quem é Quem na Economia Brasileira", e Exame, "As 500 Maiores e Melhores", vários números.

Dívida externa e política econômica

Foram considerados bancos de capital externo, comerciais ou de investimento, aqueles com 25% ou mais de seu capital pertencente a um banco ou grupo financeiro com sede no exterior. No caso dos bancos comerciais, esse critério é quase que inteiramente formal, de vez que, via de regra, a propriedade é integralmente nacional ou integralmente estrangeira. Em alguns poucos casos de composição mista, o percentual do grupo estrangeiro é bastante superior ao limite mínimo antes explicitado (Banco Cidade de São Paulo 45% e Banco Tozan 40%).

No caso dos bancos de investimento, considerou-se uma categoria adicional – bancos com participação estrangeira - que corresponde àqueles casos nos quais o percentual mínimo de participação estrangeira é atingido, sendo, contudo, distribuído por mais de um grupo estrangeiro. Isso significa que, individualmente, nenhum grupo estrangeiro dispõe de participação acionária capaz de lhe garantir o controle de capital. Nesse caso enquadram-se: Bozano Simonsen de Investimento S/A; Bradesco de Investimento S/A; Finasa de Investimento S/A; Unibanco Banco de Investimento S/A e Itaú de Investimento S/A.

Financiamento de importações

Além das operações de empréstimos em moeda, o FIRCE divulga, também, os registros individuais relativos a financiamento de importações (códigos 11, 21 e 22). Contudo, a partir de 1976, as informações divulgadas referem-se a linhas de crédito que, enquadrando-se nas condições estipuladas pelo Banco Central, recebem autorização para efetivação. O valor registrado diz respeito ao montante de crédito a ser efetivado no decorrer de vários anos. O Banco Central não divulga, contudo, a distribuição temporal do valor indicado no registro nem os saques realizados a cada ano.

Dessa forma, os valores divulgados pelo FIRCE são de natureza diversa daqueles relativos aos empréstimos em moeda e não guardam relação direta de correspondência com os fluxos anuais do balanço de pagamentos.

Em que pese as limitações, as informações divulgadas pelo FIRCE sobre os financiamentos de importação são úteis, de vez que permitem identificar os setores de atividade – inclusive as empresas e os projetos – que demandam importações financiadas; permitem conhecer o montante global de importações financiadas associadas aos diferentes projetos; permitem a comparação entre os volumes globais de empréstimos em moeda e de financiamento de importações vinculados aos diferentes programas/projetos governamentais, etc. Por essas razões, os **certificados de autorização** de financiamento de importação também foram computados, tendo recebido tratamento metodológico idêntico àquele descrito para os registros de empréstimo em moeda nos moldes da Lei n. 4131.

Bibliografia

- Bibliografia citada

BAER, M. *La internacionalización financiera en Brasil* – versão preliminar. México: ILET, 1982. (Trabalho apresentado ao Seminário “Internacionalización de los Sistemas Financieros”).

BATISTA JR., P. N. Participação brasileira no mercado financeiro internacional; custo e perfil da dívida externa brasileira. *Estudos Especiais IBRE*, Rio de Janeiro, n. 2, 1981a.

_____. A dívida externa de curto prazo. *Estudos Especiais IBRE*, Rio de Janeiro, n. 2, 1981b.

_____. *Mito e realidade da dívida externa brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.

BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, R. (Org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1982/83. v. 1-2./Campinas: UNICAMP. IE, 1999. (30 Anos de Economia – UNICAMP, 9-10).

BERNET, J. *Guia Interinvest*. Rio de Janeiro, 1973, 1975, 1978.

BONELLI, R., FAÇANHA, L. O. A indústria de bens de capital no Brasil; desenvolvimento, problemas e perspectivas. In: SUZIGAN, W. (Ed.). *Indústria; política, instituições e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1978.

_____, MALAN, P. S. Os limites do possível; notas sobre o balanço de pagamentos e indústria nos anos 70. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, ago. 1976.

_____, WERNECK, D. F. F. Desempenho industrial; auge e desaceleração nos anos 70. In: SUZIGAN, W. (Ed.). *Indústria; política, instituições e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1978.

Paulo Davidoff Cruz

- COUTINHO, L., BELLUZZO, L. G. O desenvolvimento do capitalismo avançado e a reorganização da economia mundial no pós-guerra. *Estudos CEBRAP*, n. 23, 1980.
- CRUZ, H. N. *Análise dos efeitos dos empréstimos em moeda estrangeira na economia brasileira*. São Paulo: USP. FEA, 1975. (Dissertação, Mestrado).
- DOELLINGER, C. V. et al. *A política brasileira de comércio exterior e seus efeitos: 1967/73*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.
- ERBER, F. S. et al. *Absorção e criação de tecnologia na indústria de bens de capital*. Rio de Janeiro: FINEP, 1974.
- GOLDENSTEIN, L. Os percalços da política recessiva – 1981/82. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 3, n. 3, jul./set. 1983.
- HIDROBRASILEIRA. *Avaliação do sistema de incentivos fiscais às exportações*. São Paulo: Governo do Estado, 1978.
- LAGO, L. A. C. et al. *A indústria brasileira de bens de capital – Origens, situação recente, perspectivas*. Rio de Janeiro: IBRE-FGV, 1979.
- LESSA, C. *A estratégia de desenvolvimento 1974/1976 - Sonho e fracasso*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1978. (Tese, Professor Titular)/Campinas: UNICAMP. IE, 1998. (30 Anos de Economia – UNICAMP, 5).
- MACARINI, J. P. *Um estudo sobre a política econômica do “milagre” brasileiro: 1969-1973*. Campinas: UNICAMP, 1984. (Dissertação, Mestrado).
- MAZZUCHELLI, F. *A expansão inconclusa* (Considerações sobre o setor de bens de capital no Brasil). Campinas: UNICAMP. DEPE, 1977. (Dissertação, Mestrado).
- MOURA, A. R. *Private external borrowing - The Brazilian experience*. Stanford: University of Stanford, 1978. (Tese, Doutorado).
- PEREIRA, J. E. de C. *Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.
- REICHSTUL, H. P. *O planejamento da oferta de energia*. Aspectos financeiros e institucionais. São Paulo: USP. FIPE, 1981. (Mimeo.).
- _____, COUTINHO, L. O investimento estatal, 1974/80; ciclo e crise. In: BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, R. (Org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1983. v. 2.
- SILVA, A. M. *Intermediação financeira*. São Paulo: USP. FIPE, 1981.

Dívida externa e política econômica

- SUZIGAN, W. et al. *Crescimento industrial no Brasil - Incentivos e desempenho recente*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.
- TAVARES, M. da C., BELLUZZO, L. G. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, L. G. M., COUTINHO, R. (Org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1982. v. 1.
- TEIXEIRA, N. *O sistema financeiro no Brasil e o capital estrangeiro - Versão preliminar*. Campinas, 1983. (Mimeo.).
- WELLONS, P. A. *Borrowing by developing countries on the Euro-currency market*. [s. l.] OCDE, 1977.
- WELLS, L. Euro-dólares, dívida externa e o milagre brasileiro. *Estudos CEBRAP*, São Paulo, n. 6, out./dez. 1973.
- Documentos, conferências e entrevistas
- CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Brasil, análise econômico-financeira do 1º semestre de 1979. *Folha de São Paulo*, 20 jul. 1979.
- _____. Documento divulgado em 7 dez. 1979. Ver *O Estado de São Paulo*, 8 dez. 1979.
- DELFIM NETTO, A. *Problemas da economia brasileira*. Pronunciamento no Congresso Nacional, Brasília, jun. 1973.
- _____. Discurso de posse. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 16 ago. 1979.
- _____. Entrevistas às revistas *Visão*, 28 fev. 1978; *Exame*, 29 ago. 1979; *Revista Bancária Brasileira*, n. 571, jul. 1980, n. 573, set. 1980 e aos jornais *O Estado de São Paulo*, 25 set. 1979, 19 out. 1979, 14 mar. 1980 e 6 nov. 1980; *Folha de São Paulo*, 9 dez. 1979, 4 jun. 1980 e 15 jun. 1980, *Gazeta Mercantil*, 14 dez. 1979 e 14 nov. 1980, e à
- GALVEAS, E. Entrevistas à *Revista Bancária Brasileira*, n. 565, jan. 1989; n. 567, mar. 1980 e n. 573, set. 1980.
- GEISEL, E. Pronunciamento na Reunião Ministerial de 10 set. 1974 citado por Lessa (1978).
- _____. Pronunciamento à Nação, dez. 1976.
- LANGONI, C. G. Declaração à *Gazeta Mercantil*, 16 dez. 1979.

Paulo Davidoff Cruz

- LIRA, P. H. *Endividamento externo – Problema e política*. Palestra proferida na Escola Superior de Guerra, out. 1970.
- _____. Endividamento externo e desenvolvimento. Revista Econômica do *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, 31 mar. 1972.
- _____. *Alguns aspectos da política econômica*. Palestra proferida na ADESG, mar. 1974.
- _____. Pronunciamento na instalação do X Encontro das Associações de Crédito, Investimentos e Financiamento, out. 1975.
- _____. Declaração à revista *Exame*, jul. 1978.
- MARTINS, J. C. Declaração à *Gazeta Mercantil*, 19 out. 1979.
- SEPLAN. Nota oficial distribuída pela Assessoria de Imprensa da SEPLAN, 16 jan. 1980. Ver jornal *A República*, 17 jan. 1980.
- SIMONSEN, M. H. *Economia brasileira; retrospecto de 1974 e perspectivas para 1975*. Conferência proferida na Confederação Nacional da Indústria, Rio de Janeiro, fev. 1975.
- _____. *Aspectos atuais da economia brasileira*. Encontros com empresários, banqueiros, industriais e jornalistas. Londres/Paris, mar. 1975.
- _____. *A economia brasileira e a conjuntura mundial*. Sessão extraordinária dos Conselhos FIRJAN/CIRJ, Rio de Janeiro, jul. 1975.
- _____. *A economia brasileira; retrospecto de 1975 e possibilidades para 1976*. Homenagem da Federação Nacional dos Bancos, Rio de Janeiro, dez. 1975.
- _____. *Brasil e suas perspectivas econômicas*. Simpósio sobre Aspectos Atuais da Economia Brasileira, promovido pelo Financial Times, Rio de Janeiro, mar. 1976.
- _____. *Aspectos atuais do desenvolvimento brasileiro*. Comissão de Economia da Câmara dos Deputados, Brasília, abr. 1976.
- _____. *Aspectos atuais da conjuntura brasileira*. Escola de Comando e Estado-Maior da Aeronáutica, Rio de Janeiro, set. 1976.
- _____. *Política monetária, reservas cambiais e exportações; desempenho em 1976 e diretrizes para 1977*. Discurso proferido no Rio de Janeiro, por ocasião de homenagem das classes produtoras, jan. 1977.
- _____. *Balço de pagamentos e inflação*. Palestra proferida na Escola Superior de Guerra, Rio de Janeiro, jul. 1977.

Dívida externa e política econômica

- SIMONSEN, M. H. *Economia brasileira; perspectivas a curto e a médio prazo*. Palácio das Convenções do Anhembi, São Paulo, jan. 1978.
- _____. *O desafio do crescimento; realizações e expectativas*. Encontro de Confraternização das Classes Empresariais, Rio de Janeiro, jan. 1978.
- _____. *O crescimento econômico e seus fatores limitativos*. Escola Superior de Guerra, Rio de Janeiro, maio 1978.
- _____. *A lógica da política de exportações*. Pronunciamento do IV Encontro Nacional de Exportadores, Rio de Janeiro, jul. 1978.
- _____. *Pagamentos internacionais e endividamento externo*. Confederação Italiana da Indústria, Roma, out. 1978.
- _____. *Moeda, juros e inflação*. Palestra proferida no BACEN, Brasília, out. 1978.
- _____. Pronunciamento no Encontro Nacional Empresa-Governo, promovido pela revista Exame. Ver *Exame*, abr. 1979.
- _____. Entrevistas ao jornal *Gazeta Mercantil*, 15 mar. 1977, 20 abr. 1979 e 17 maio 1979 e à *Revista Bancária Brasileira*, n. 546, jun. 1978 e n. 549, set. 1978.
- VELLOSO, J. P. dos R. *Novas realidades do Brasil*. Pronunciamento na Sessão de Abertura do Subcomitê do CIAP sobre o Brasil, nov. 1973.
- _____. *Transição e importações*. *O Globo*, Rio de Janeiro, 30 jun. 1974.
- _____. *Opções e pleno potencial*. Aula inaugural dos cursos de Doutorado da EPGE/FGV, Rio de Janeiro, jul. 1974.
- _____. *Novas oportunidades para o Brasil*. Pronunciamento na Sessão de Abertura do Seminário Econômico sobre o Brasil, promovido pelo Conselho de Assuntos Econômicos da Canning House, Londres, jun. 1976.
- _____. *A opção econômica está certa*. Pronunciamento na Escola de Guerra Naval, Rio de Janeiro, out. 1976.
- _____. *A contenção nos investimentos governamentais*. Discurso na Associação dos Bancos do Estado de São Paulo, nov. 1976.
- _____. declaração à *Revista Bancária Brasileira*, n. 552, de dezembro de 1978.

